曾刚 陈婧 译

The Monetary Policy of the Federal Reserve: A History

美联储货币政策史

〔美〕罗伯特·L. 黑泽尔（Robert L. Hetzel）著

本书详细记录了从美联储成立之初到格林斯潘时代终结之时的美国货币政策的演变过程，评析了该过程中学术和政治环境变化的来龙去脉。书中详解了金本位制与信用货币之间的更替过程，也反映出货币政策的实施就像是用于解答货币和价格的基本问题的一系列实验：20世纪周期性的货币动荡如何引起经济动荡以及与之相关联的政治和社会动荡等一系列问题。通过本书，我们可以更深刻地了解现代央行的兴起与本质。

CAMBRIDGE



SSAP 社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

「观察货币政策与经济的互动，美联储无疑提供了最佳的样本。《美联储货币政策史》不仅覆盖时期长，经济史料也非常丰富，是一本不可多得的佳作。」

——李扬（中国社会科学院学部委员、国家金融与发展实验室理事长）

「从金本位向信用本位过渡，是影响过去一百年货币体系和货币政策变迁最重要的事件。美联储的经历，恰好反映了人们在这一历史时期，对于货币政策理论和实践的不断探索。《美联储货币政策史》为我们更好地了解货币政策体系的演进过程及其背后的逻辑，提供了不可多得的素材。」

——黄益平（中国人民银行货币政策委员会委员、北京大学国家发展研究院副院长）

「许多人有一种错觉，就是认定人类社会历来就有央行主导货币发行和宏观调控。他们没想到央行只是现代现象，人类历史长河中大多数时期既没有央行也没有宏观调控。美联储围绕货币政策的讨论历史可以清晰地告诉我们这一点，并帮助我们更好地把握央行，把握住"看得见的手"。」

——陈志武（耶鲁大学金融学教授）

The Monetary Policy of the
Federal Reserve:
A History



出版社官方微信

CAMBRIDG
UNIVERSITY PRE
www.cambridge.org

www.ssap.com.cn



ISBN 978-7-5097-8003-9
定价：89.00元

美联储货币政策史



The Monetary Policy of the Federal Reserve: A History

〔美〕罗伯特・L. 黑泽尔（Robert L. Hetzel） 著

曾刚 陈婧 译

社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

美联储货币政策史 /（美）黑泽尔（Hetzel,R. L.）著；曾刚，陈婧译 -- 北京：社会科学文献出版社，2016.6

书名原文：The Monetary Policy of the Federal Reserve：A History

ISBN 978 -7 -5097 -8003 -9

I. ①美… II. ①黑… ②曾… ③陈… III. ①货币政策 –货币史 –美国 IV. ①F817.129

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 208995 号

美联储货币政策史

著　　者 /［美］罗伯特 · L. 黑泽尔（Robert L. Hetzel）
译　　者 / 曾　刚　陈　婧

出 版 人 / 谢寿光
项目统筹 / 恽　薇
责任编辑 / 王婧怡

出　　版 / 社会科学文献出版社 · 经济与管理出版分社（010）59367226
地址：北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦　邮编：100029
网址：www.ssap.com.cn
发　　行 / 市场营销中心（010）59367081　59367018
印　　装 / 三河市东方印刷有限公司

规　　格 / 开 本：889mm × 1194mm　1/32
印 张：18.125　字 数：419 千字
版　　次 / 2016 年 6 月第 1 版　2016 年 6 月第 1 次印刷
书　　号 / ISBN 978 -7 -5097 -8003 -9
著作权合同登记号 / 图字 01 -2014 -2221 号
定　　价 / 89.00 元

序　言

什么是货币本位？美联储是如何控制通胀的？这些问题在理论上从未有过共识。而且，就如何理解 20 世纪的货币政策实践，以印证不同的理论假说，学者们同样莫衷一是。

我曾是芝加哥大学货币银行学研讨会（Money and Banking Workshop at the University of Chicago）的一员，有幸聆听过罗伯特·巴罗（Robert Barro）、史丹利·费雪（Stanley Fischer）、罗伯特·戈登（Robert Gordon）、罗伯特·卢卡斯（Robert Lucas）、本尼·麦卡勒姆（Bennett McCallum）、唐纳德·帕廷金（Donald Patinkin）和米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）对货币理论与政策的真知灼见。在 1975 年离开芝加哥加入里士满联邦储备银行（the Federal Reserve Bank of Richmond）时，我对货币经济学已经持有了几个基本的假定：①价格水平是一个货币现象；②价格体系是有效的；③公众会通过学习，来使自身的预期与美联储货币政策保持一致（理性预期）。

保罗·沃尔克的经历证明，美联储控制通胀的成功，并不会引

起失业率的长期高企。反之，要实现低且稳定的失业水平，也无须借助频繁反复的货币管理。事实上，到目前为止，假定①和假定②已基本得到实践的证实。首先，通过垄断基础货币创造，中央银行可以控制长期的通胀趋势。其次，正如真实周期模型所描述的，价格体系可以很好地应对外部冲击。当然，在假定③上，就如何刻画公众通胀预期的本质，经济学家之间还存在广泛的分歧。

通胀预期和通货膨胀中不受货币政策影响的部分，是否存在某种黏性？如果存在黏性，那么中央银行能否利用这一黏性，通过调整实际变量（特别是通过调控失业率）来控制通货膨胀呢？用经济学术语来说，就是能否利用菲利普斯曲线？在这种情况下，实际产出和通胀之间的权衡选择，决定了货币本位的基本特征。相反，如果这种黏性不存在，中央银行就必须提供一种名义锚，来清晰地确定货币本位。本书旨在为回答上述这些问题提供一些经验证据。

作为美联储的经济学家，我逐步了解到，联邦公开市场委员会（Federal Open Market Committee，FOMC）的讨论，无法对理解系统性的货币政策提供太多帮助。所谓系统性货币政策，是指美联储为实现其公开目标所遵循的行动策略。里士满储备银行的研究主管詹姆斯·帕提农（James Parthemos）曾认为，20 世纪 70 年代美联储基本是以药剂师的方法在管理联邦基金利率。他所指的是，伯恩斯（Burns）将 FOMC 的讨论仅限为是否对联邦基金利率进行 1/4 或是 1/8 个百分点的调整，而将货币政策目标和战略决策的权力独揽于自己手中。在这个时期，相机抉择式的模式极大地限制了人们对货币政策本质的讨论。

从货币经济学研究的角度，我对沃尔克执掌美联储之初的经历

尤为关注。1979 年，通胀预期已然失控，长期债券市场的交易急剧萎缩。我记得美林证券里士满分部负责人说，美林打算把分析师派到巴西去学习如何在通胀肆虐的环境中开展业务。1979 年 10 月 6 日，美联储公布了新的操作程序，大幅强化了对货币目标（即货币供给量）的重视和遵循。而在此之前，货币政策对该目标的关注甚少。作为一名货币数量论者，我当时预见，美联储对货币目标的重视将为货币体系提供一个良好名义锚。

到 1983 年时，美联储成功地将通胀率降到了 4%。但在此过程中，人们发现，对 FOMC 决策影响最大的名义变量是债券利率而非货币数量。我的同事马文·古德福里恩德（Marvin Goodfriend）因此创造“通胀恐惧”（Inflation scare）一词，描述了 FOMC 在实践中把债券利率的跳跃式增长（即通胀预期上升）视为对货币政策可信度的最大挑战。

1990 年 2 月，里士满储备银行主席罗伯特·布莱克（Robert Black）在国会做证，就众议员斯蒂芬·尼尔（Representative Stephen Neal）的第 409 号联合决议发表意见。该决议要求美联储在 5 年内实现价格稳定。布莱克是货币主义信徒，在做证中，他建议使用多年度 M2 作为货币政策目标。而作为备选方案，我建议财政部发行一批期限相同的国债，其中一半提供名义收益，另外一半则与价格水平挂钩。两种债券收益率之差可以反映公众的通胀预期。如果美联储承诺稳定通胀预期（即上述收益率差），也可以为货币政策提供一个公开的名义锚。

我这个想法源自对小型开放经济体的观察。在小型经济体中，汇率贬值很容易传导为国内通胀，并对货币政策产生影响。通过对

预期通胀的度量，市场认为可能引发通胀的货币政策会立即触发警报，即便实际通胀在一段时间之后才会来临。我向米尔顿·弗里德曼提到我的提案，他鼓励我给《华尔街日报》写了篇专栏文章（黑泽尔，1991）（还可参见黑泽尔，1990b 和 1992）。弗里德曼（弗里德曼，1998，第395页）支持我这个想法，并在写给以色列银行行长迈克尔·布鲁诺（Michael Bruno）的信（胡佛档案馆，1991年3月22日）中有所提及：

> 黑泽尔提出了一种名义锚，与你我过去的想法不同……他的建议是……美联储在国会的授权下，将（名义收益率与价格挂钩率）之差维持在一定水平之内……在我看来，这个名义锚比货币供给目标更好。当然，这也比价格锚要更为科学……因为后者的本质是后顾式的。

众议院议员小道格·巴纳德（Doug Barnard, Jr.）（政府工作委员会的商业、消费和货币事务小组委员会）的首席经济学家唐纳德·塔克（Donald Tucker），安排了对这一提案的国会听证（美国国会，1992年6月16日和25日；1992年10月29日）。（塔克曾是我在芝加哥大学的教授）弗里德曼给阿兰·格林斯潘（Alan Greenspan）写信，敦促他考虑价格指数挂钩债券的想法（胡佛档案馆，1990年1月24日）。格林斯潘（1981）提出过类似的想法，不过是将国债与金价进行挂钩。

格林斯潘和经济顾问委员会（Council of Economic Advisers, CEA）主席迈克尔·博斯金（Michael Boskin）在做证中，对该提案表示了支持。财政部也同意开展调研，并向债券交易商顾问委员

会征求意见。实际上，交易商们并不喜欢指数挂钩债券，因为这种债券适合长期投资，个人和机构（如保险公司、养老基金等）一旦买入就不会频繁卖出，不会给交易商带来丰厚的交易收入。不过，在调研启动时，拉里·萨默斯（Larry Summers）正担任财政部长助理，他很欣赏这一想法，并最终在其基础上设计出了抗通胀国债（Treasury Inflation Protected Securities，TIPS）。

在实践中，美联储并不拘泥于货币目标。在不承认黏性的货币主义者看来，只有能稳定通胀预期的货币规则，才可以充作好的名义锚，并赋予货币以良好的价值。通过观察10年期、5年期名义国债和TIPS的收益率差，可以推算出未来5年的通胀变化趋势。2003年以来，FOMC旨在稳定通胀预期的持续政策操作，事实上就是当今货币体系的名义锚。如果将通胀预期维持在固定不变的水平，美联储名义锚的操作就很接近于弗里德曼（1960）提出的货币规则。

再次回到我们最初的问题，什么是货币本位？而美联储又是如何控制通胀的？失业率提高，是FOMC为抵消通胀冲击以及通胀预期恶化而带来的必然结果吗？从微观层面上看，FOMC能对雇主招聘和解聘职员的行为产生影响吗？或者说，FOMC有没有通过持续的操作来稳定价格预期，并最终实现实际价格的稳定？从微观层面上看，FOMC是否创造了价格稳定的环境，在其中，企业只有在想改变相对价格时才会调整产品价格？在价格预期稳定的情况下，企业无须为维持相对价格而调整价格。为了控制通胀，FOMC是通过相机调控失业率，还是通过持续遵循某种规则来管理公众预期？

美联储愿意承担维护价格水平稳定这一职责的转变过程，从实

验的角度为经济学家提供了重新思考20世纪货币政策的良机。一类政策基于真实票据原理，其关注的重点是将信用创造引向生产性用途而非投机。一类政策是马丁-沃尔克-格林斯潘等三任美联储主席奉行的“逆风而行”操作。在这类政策操作下，FOMC根据长期资源利用率的变动来调整联邦基金利率，并将利率调整控制在保持通胀率不变的范围之内。此外，还有一类政策，即扩张-紧缩交替政策（stop-go）。这种操作模式类似于“逆风而行”，但其优先目标是低而稳定的失业率而非稳定的通胀水平。本书的主要任务，在于描述这些政策的特征，以便读者从中得到一些启发，来区别不同的货币经济学观点。

文中观点为作者个人观点，不代表里士满储备银行的意见。

译者序

随着中美学术、官方、商务、媒体等方面相关交流的增多，对美联储及货币政策的介绍、分析和报道越来越多。但是这些介绍、分析和报道经常是碎片化的、强调时效性的，虽然在信息不畅时期蒙在美联储面前的“神秘面纱”在逐渐揭开，一些无稽巷谈的阴谋论也得以纲正澄清，但可供全景地、历史性地学术研究以细致观察之用的系统性文献仍然比较稀缺。这本《美联储货币政策史》以变革为线索，对美联储近百年的货币政策历史，按照不同的时期分二十六章进行了详细梳理和评述，时间跨度之长久、历史资料之丰富、人物言论之鲜活，在已有研究美联储货币政策史的文献中极为罕有、非常珍贵。

这本书的原著者罗伯特·L. 黑泽尔（Robert L. Hetzel）是里士满联储银行（Federal Reserve Bank of Richmond）的资深经济学家和研究顾问。1975 年，黑泽尔在芝加哥大学获得经济学博士学位，同年起至今在里士满联储银行供职近四十年。长期以来，他参与里士

满联储银行行长参加联邦公开市场委员会（FOMC）议息会议的准备研究，还经常列席议息会议。基于对美联储货币政策出台情况的了解，以及他本人对美联储货币政策史的研究热忱，黑泽尔于2008年在剑桥出版社首次出版了这本专著。

不同于常见的那些分析美联储近二三十年货币政策或是简述美联储历史的研究，黑泽尔的这部著作详尽地描述了美联储货币政策的演变历程。这本书从美联储成立前夕的世界金融格局和金本位制度谈起，介绍了在这一历史背景下，为应对国内金融危机而仓促成立的美联储，起初只是简单地通过调整货币供给来缓解金融恐慌；接下来的大萧条时期，美联储在对抗经济衰退的过程中，逐渐明确自身定位，并奠定今日雏形；之后的二十年，美联储逐步放弃金本位、在争论中探索新的经济规律和通胀预测方法，进而逐渐形成信用本位体系下的现代中央银行理念；在二十世纪八九十年代的危机处理中，美联储开始将稳定通胀预期明确为新的货币政策锚，并以此为基础，探索形成了新的货币政策工具和规程。美联储百年来的货币政策发展演变史，由此完整而细致地呈现在了读者面前。

贯穿变革和史实的，是黑泽尔对美联储如何在扬弃和徘徊中找到货币本位和政策目标，如何明确现代中央银行的职能，如何形成控制通胀的理念、市场化的工具和明晰公开的管理规程，如何发现公众预期的影响并尝试与之沟通互动等问题的观察、再现和思考。我们可以看到，今日美联储货币政策所蕴含的理念、技术、制度等并非一蹴而就，当下我们看起来顺理成章、毋庸置疑的一些政策，历史上往往都经历过漫长的探索和往复。比如，美联储货币政策的独立性在全球中央银行中享有盛名。早在美联储成立之初，《联邦

储备法》就在法律层面上确定了美联储相对于政府的政策独立性。但在实际的演进和探索中，迫于某些历史时期政府、国会的压力和严峻的经济形势，美联储的独立性都曾受到过严重挑战，并造成了严重的经济后果。二十世纪七八十年代困扰美国的“滞胀”，在很大程度上便是美联储过度迎合政府，试图同时追求物价稳定和经济增长而造成的恶果。

尽管涉及的文献、主题浩繁，但黑泽尔的观点和理论线索却极其简单、清晰。在他看来，货币政策的核心是维护物价稳定。在金本位时期，这一目标取决于黄金供求及其在国际间的流动。而在信用本位时期，这一目标则取决于公众对通货膨胀的预期。因此，从金本位货币向信用本位货币的过渡，最根本的影响不仅是货币供求机制的变化，还在于货币价值的“锚”从具有内在价值的实物转向不确定的公众预期，这意味着以维护物价稳定为核心的货币政策体系将截然不同。当然，在实践中，中央银行家并没能及时地认识到这样的变化，而将金本位时期的货币政策理念沿袭到新的阶段。以至于在从金本位向信用本位过渡的漫长期间中，货币政策非但未能很好地实现其稳定物价的目标，反而屡屡成为经济动荡的根源。在黑泽尔看来，二十世纪三十年代的大萧条，以及六七十年代的滞胀，根源都在于货币政策理念与货币本位演进的错位。黑泽尔认为，在信用本位体系下，货币政策最重要的职责在于以更为明确的制度来锚定公众的通胀预期，以切断相机抉择对预期的频繁干扰，以此为货币政策赢得更大的空间。也正因为此，在黑泽尔看来，尽管沃尔克和格林斯潘成功地管理了公众预期，并将美国带进了长达二十年的“大缓和”的繁荣时期，但二者都没有意识到建立一个更

加透明和稳定的制度的重要性。在缺乏制度制约的情况下，中央银行领导的更迭与情势的变迁，仍有可能让货币政策重回窠臼。就这个意义上讲，百年联储的变革仍任重道远。

所幸的是，作为联储体系资深的研究人员，黑泽尔的观点代表了美联储内部的主流看法。在本书付梓（2008 年）之后，美联储在完善“名义锚”制度方面做出了许多重大的探索。经过先后两位主席（伯南克和耶伦）的努力，美联储已经基本确立 2% 的通货膨胀目标，以更明确的方式来锚定信用货币的长期价值。此外，为进一步稳定公众对货币政策走向的预期，美联储在 2012 年还设立了沟通委员会，专门负责与社会公众的信息沟通和预期管理。在伯南克（2004 年）看来，强化中央银行与社会公众的沟通有三方面的好处：其一，在短期内，清晰的沟通有助于经济主体预期并理解中央银行的决策，从而可以降低金融市场的波动与风险，并平滑利率变动；其二，在长期内，有关中央银行政策目标和路径的沟通，有助于锚定公众的长期预期，特别是对通货膨胀的预期；其三，通过更清晰和公开的沟通，可以引导金融市场参与者对未来政策路径的预期与中央银行的规划保持一致，这有助于提高货币政策的效力。以上这些变化，进一步证实了黑格尔贯穿始终的观点的正确性。这些变化，不仅局限于美联储，更是信用本位体系下各国中央银行演进的必然方向。

总体说来，黑泽尔的这部著作为我们研究美联储货币政策提供了很多新鲜的、客观的观察视角。这部著作提示我们，美联储具体的货币政策都有着哪些历史的、当下的背景，可以帮我们避免生搬硬套的谬误，以及避免遗漏和忽视的风险。特别地，在 2008 年金

融危机之后，中央银行货币政策内外部环境发生了重大变化，各种工具创新也层出不穷，如何去评价这些创新的作用与价值，可能还需要借助更长的历史视野，而本书正好给我们提供了这样一个参考。借由这部译著的付梓，寄望我国货币政策研究在日益开阔的国际化视野下成果更加丰硕。本书所涉及的文献资料浩繁，囿于译者的水平，疏漏难免，还请广大读者不吝指正，以便我们不断改进和完善。

中国社会科学院金融研究所　曾　刚

目　录

第一章　货币本位的演化

回顾20世纪，人类社会既发生过巨大而可怕的灾难，也取得了泽被众生的伟大进步。在前半个世纪，两次世界大战几乎毁掉了西方文明，到了后半个世纪，民主席卷世界，人们的生活水平也随之显著改善。在这个过程中，货币体系的不稳定与社会、政治动荡交织始终。面对恶性通胀与随之而来的经济紧缩，管理者手足无措、难以应对，不得已去寻找替罪羊以转嫁社会矛盾。纳粹主义借机在德国兴起。与之正好形成对比的是，二战以后，马克的稳定与坚挺在很大程度上成就了德国的经济奇迹（赫泽尔，2002a；2002b）。

在美国，1930年代的通货紧缩与“大萧条”，影响历时十余年，造成了无法估量的损失和苦难。而1970年代的大通胀时期，为恢复价格稳定，尼克松政府不惜牺牲程序的合法性，对工资和物价进行直接管制。但油价持续飙涨，让这一努力付诸流水，也因此成全了罗纳德·里根在竞选中的大获全胜。1979年，在保罗·沃尔

克领导下，美联储开始将控制通胀作为其首要职责，在此之后，美国货币体系稳定性明显增强，并促成了经济的稳定与繁荣。

展望21世纪，人类社会能取得多大的进步，将取决于我们能从过去一个世纪的经历中，总结多少经验和汲取多少教训。就货币制度层面而言，20世纪最为重要的一个变化，就是信用货币（不兑现纸币）逐渐替代黄金，成为了最主要的支付手段。在这一过程中，中央银行没有及时认识并承担稳定物价的职责（换句话说，就是锚定信用货币的价值），并由此引发了一系列的货币与经济动荡。而在21世纪之初，我们所面对的货币本位与名义锚又是何种的境况呢？

一　沃尔克-格林斯潘货币本位

美国货币本位的演进在很大程度上是实践探索的产物，而非有意设计的结果。目前的货币本位，源自沃尔克-格林斯潘时代美联储的努力，通过一以贯之的决策与行动，重新锚定了公众的通货膨胀预期，并借此逐渐摆脱了之前"扩张-紧缩"交替政策的羁绊。在经受各种压力的情况下，仍能保持政策的一致性，为美联储赢得了很高的可信度，而可信度，正是目前美国货币制度的名义锚（不受宏观经济冲击影响的，较低且稳定的通货膨胀预期）的基础[①]。

在理论上，对于一个稳定的货币体系而言，必须要用某种方式来"锚定"公众对货币未来价值的预期。在金本位制度下，是通过维持金币的成色和重量与面值的一致来实现。而在19世纪后期的金本位（金汇兑本位）制下，流通货币的价值则源自英格兰银行的兑换承诺，即在任何时间，按确定的平价将纸币兑换成等值的黄

金。在那个时代，黄金的货币价格时常变动，“锚定”货币的未来价值，意味着公众必须相信英格兰银行在未来有能力维持黄金平价的稳定。

在信用货币（译者注：无内在价值的纸币）体系下，对未来价格预期的平稳，更是实现当前价格稳定的必要前提，这必须要求公众相信中央银行会保持政策的连贯和一致性。在沃尔克和格林斯潘领导的四分之一个世纪中，美联储在设定联邦基金利率时[2]，虽然没有僵化地固守某个既定的规则，但总体上还是围绕着稳定通胀预期而展开。政策上的一致性，最终基本达成了价格稳定的目标[3]。

二　“扩张－紧缩”反复的货币政策与名义锚的丧失

商品货币本位固有的价格稳定预期带给人们的惯性，很自然地延续到了20世纪的下半叶。在威廉·麦克切斯尼·马丁执掌美联储的早期，联邦公开市场委员会（FOMC）将稳定物价作为首要任务，由此将物价稳定的预期一直维持到了1960年代初。之后，机会主义开始抬头，货币政策扩张－紧缩、频繁反复，严重扰乱了价格预期的稳定性，在此基础上形成的“名义锚”也毁于一旦。

凯恩斯主义者强调对总需求进行主动管理。其逻辑基于这样一个假定，即在短期内，物价水平有一定的黏性，不受货币政策影响；而根据菲利普斯曲线的预测，通货膨胀与失业率之间又存在此消彼长的关系；这意味着，通过管理名义总需求，中央银行可以平滑实际产出的波动。不过，在实践中，相机决策的总需求管理政策，却严重破坏了早前物价平稳的预期。

谢尔曼·梅瑟（1974，第285页）在1965~1972年担任美联储理事，曾明确表达过凯恩斯主义的观点：

> 在劳动力闲置和更稳定的美元价值之间，存在此消彼长的关系。在做出决策时，我们必须权衡，为达到抑制价格上涨的目的，愿意接受多高的失业水平和多少产出损失。在现实中，有些物价上涨是成本推动或某些产业波动所致，对于主要通过影响总需求而发挥作用的货币政策而言，显然力有不逮……过往的经验告诉我们，如果政府不以某种形式干预劳工与企业之间的工资议定，通货膨胀与失业之间的权衡恐怕很难会有皆大欢喜的结果。

罗伯特·温特劳布（美国国会，1974年6月16日，第285页）对1970年代FOMC成员普遍持有的这类观点进行过总结[④]。

从肯尼迪和约翰逊对美联储理事的提名开始，凯恩斯主义在FOMC中逐渐占据了主导。根据凯恩斯主义的观点，货币政策的主要任务是实现充分就业，在当时，这意味着要将失业率保持在4%或以下。失业率目标基于对潜在产出的估算，到1970年为止，消除负产出缺口（实际产出减去潜在产出）也是整个国家以及FOMC的一个重要政策目标。此外，基于物价上涨与货币无关的观点，FOMC认为，只要产出缺口为负，货币政策就可以在不诱发物价上涨的情况下刺激经济增长。失业率超过4%时出现的任何通货膨胀，都应归咎于成本推动，如果不容忍物价上涨，就必须要付出更高失业率的代价。

预期稳定的崩溃始于1966年，FOMC改变了其以往将通货膨

胀抑制于萌芽状态的政策取向。债券收益率随之进入长期且无规则的上升通道，到1980年代早期，一度达到了10%以上。在1970年的经济衰退中，债券收益率曾短暂回调，但在1971年春天重拾升势。在此期间，尼克松政府试图通过提高M1增速来刺激经济，以便在1972年之前把失业率降到4.5%。面对这一压力，当时的美联储主席亚瑟·伯恩斯，极力要求政府对工资和物价进行直接管控。在伯恩斯看来，如果不使用价格管控手段，通胀预期的上升，将在很大程度上抵消货币政策的刺激效果。1971年8月15日，尼克松政府最终接受了伯恩斯的条件，而伯恩斯随即踩下了货币扩张的油门（详情见第8章）。

财政部副部长查尔斯·沃克（美国国会，1971年11月1日，第36页），后来对尼克松政府采纳工资和物价管制的内情进行了描述：

> 通货膨胀预期……虽得到短暂控制，但去年冬天以来，又有卷土重来的架势。利率曾一度下行，现在也开始反弹……为应付通货膨胀可能的恶化，工人们不得不考虑的更长远，订立3年期合同成为普遍现象。说到底，通胀预期才是困扰我们的真正根源。

凯恩斯主义的总需求管理是否有效，高度依赖于实际价格和通胀预期的黏性，只有在这个前提下，名义总需求增加才能降低失业水平。但到1970年代末，这种黏性已荡然无存，从公众对价格管控政策的反应便可见一斑。在实施之初，价格管控的确短暂缓解了公众的恐慌情绪，并为刺激性的货币政策创造了条件。但是，正如当时的财政部部长乔治·舒尔茨所指出的（舒尔茨和丹姆，1978，第71页）：

> 一旦掺杂进对当前政策可持续性的怀疑，私人部门和政府之间的博弈就开始了。后来的情况表明，价格管控并非只是“单行道”，即政府单方向地影响私人部门，而是一条“双向车道”。在其中，一旦政府采取某个行动，私人部门会立即做出反应，政府再采取新的行动，如此循环往复，形成了一个相互影响和相互依存的连续过程。

在1965年以前，除战争时期外，美国还从来没有出现过持续较长时间的高通货膨胀。商品货币本位时代的经历，让人们已经习惯了价格稳定的预期。然而，“扩展－紧缩”交替的货币政策所带来的物价持续上升，最终改变了稳定预期的环境。当公众意识到，政策不能带来价格水平的稳定，甚至也不能带来物价上涨速度的稳定时，通胀预期随之上升，进而抵消了扩张性货币政策对经济的刺激效果。到1979年时，美联储终于意识到了自己身处的这一困境，对此，巴罗和戈登（1983）以及基德兰德和普雷斯科特（1977）都曾有过详尽的研究。[⑤]在他们的研究中，只要公众确信中央银行会通过提高通胀率来降低失业水平，由此而形成的前瞻预期将完全抵消货币政策对失业率的刺激作用。

赫伯特·斯特恩（美国国会，1974年7月30日，第71页）时任尼克松政府的经济顾问会员会（CEA）主席，基本预计到了1979年（沃尔克接掌美联储时）的情形：

> 在所有人都预期通胀会继续上升时，即使政策或外部因素导致需求增长放缓，工资和物价也几乎不会下降，而即使下降，幅度也可忽略不计。如此，面对失业率高企和工资、物价

居高不下并存的情形，政府唯一的选择就是刺激需求，但这显然会强化高通胀预期，甚而会形成通胀加速的预期。

沃尔克（1980年10月3日，第4页）也观察到：

一旦企业家和居民形成了高通胀预期，并学会以之为基础来安排决策，通货膨胀与经济繁荣之间的消长取舍就不复存在了……其结果就是，传统的旨在刺激经济的货币政策和财政政策措施，被金融市场及其他市场的自我保护本能所彻底击败。具体地说，当金融市场预期到通货膨胀的结果，而企业和工人都按照这一预期来进行决策时，刺激政策是否真能达到预计的促进实体经济增长的效果，是大可值得怀疑的。

格林斯潘（美国国会，1993年2月19日，第55~56页）表达了类似的观点：

货币政策能对经济产生多大的影响，在很大程度上要取决于市场参与者对美联储的行动做出何种反应，以及对我们未来的政策有何种预期……20世纪70年代和80年代早期，债权持有者蒙受了巨大损失，这使他们对哪怕是最轻微的通胀迹象也异常敏感……过度扩张的政策，甚至只是对过度扩张政策的预期，就能迅速地在通胀预期和债券收益率上升中得到反映。生产者也会随之将成本上升的预期纳入产品定价，伴随着物价的普遍上涨，预期的产出增长效果也就消失无踪了。

三　新的名义锚

到1979年时，美国已基本失去了由物价稳定预期所提供的名义锚。债券收益率高企，在超过10%的水平上大幅波动，一直持续到1985年12月才有所好转。如何恢复被早期频繁的扩张－紧缩政策所毁掉的稳定通胀预期，锚定新的货币本位，成为沃尔克和格林斯潘所面对的巨大挑战。总体而言，放弃总需求管理，而将稳定通胀预期作为货币政策的首要目标，在当时环境下，无异于一次航向未知大陆的冒险。在此过程中，美联储向先发性政策操作方式的转变（即抢在通货膨胀真正出现之前，先行提高联邦基金利率）也曾一度招致极其严厉的批评。

沃尔克和格林斯潘的主要工作，是降低高通胀预期，在金融市场中，这一预期被反映在高企的债券收益率上。具体而言，金融市场对债券收益率的定价包含了两种不同类型的通胀预期，一是物价冲击（即由相对价格引发的整体物价水平变动），二是正增长缺口（即由实际产出超过趋势水平而引发的物价变动）。通过最初的努力，美联储在1983年将通货膨胀控制在4%以下，之后，FOMC试图继续说服市场，在紧缩之后，其不会很快转向扩张性政策。这意味着，美联储在通胀已经下行但失业率仍远未达到充分就业水平时，便早早放弃了扩张性货币政策这一选项。1983年，尽管失业率很高且通胀率相对较低，鉴于债券收益率的上升，美联储仍然决定调高联邦基金利率，这一决定，是沃尔克－格林斯潘时代货币政策逻辑的一个典型展示。后来，在1990年经济衰退后的“无就业复苏”时期，格林斯潘选择了渐进微调联邦基金利率来挤压长期债券

收益率中隐含的通胀预期，其政策操作逻辑亦复如是。

为应对由正增长缺口引发的债券收益率上升，FOMC 用增长缺口指标替代了早前使用的产出缺口指标。这意味着，只要经济增长持续高于趋势水平，美联储就应提高联邦基金利率，而不是等到实际产出缺口逼近于零或通胀已经上升时，才开始着手应对。对联邦基金利率更为快速和坚决的调整，最终让市场相信，美联储能力将实际产出增速控制在趋势水平附近，并以此遏制通过膨胀的上升。其结果是，不管面临何种短期冲击干扰，市场参与者都会根据对实际产出增速与潜在趋势之间的缺口状况，来修正收益率曲线中所包含的长期真实利率预期（赫泽尔，2006）。至此，扩张－紧缩交替的政策时代一去不返。多少有点讽刺的是，让价格体系自行发挥作用（而不是试图去改进、修正它），实际上提高了（而不是降低了）整体经济的稳定性。

第二章　公众认知与政策模糊

在如何理解货币政策的运行，以及如何就其理念与公众进行沟通方面，美联储一直都没有形成一个系统的程序。在本章中，我试图说明，要想做到上述这些，美联储必须要擅用经济学语言，就货币史的解释与学术界展开更为充分的讨论。

一　有关货币政策本质的争论

这个争论的核心在于，美联储是否必须在稳定失业和稳定物价中二者择一，而不可兼得？在1960年代，这个问题表现为，要实现更低的失业率，是否需要接受更高的通货膨胀率（萨缪尔森和索洛，1960）。1980年代，当美联储的首要目标从低失业转变为低通胀时，这一问题也随之变成了：要提高物价的稳定性，是否需要接受失业率更大的波动（莫迪利亚尼和帕帕迪莫斯，1975）？对上述几个问题做出肯定回答的人，多以菲利普斯曲线的实证研究为依据。

事实上，上述争论根源于对物价决定因素的不同看法，也即，物价以及对物价的预期是否由实体经济内在决定，而不受货币政策的影响？或者相反，如理性预期假说所预言的一样，物价以及对物价的预期受制于系统性的货币政策？在这里，我们将用20世纪的一些货币政策实践及其结果来检验上述两种观点的正确性。其中，特别值得关注的一个问题是，公众是否会按与（系统性）货币政策相一致的方式，来形成其通货膨胀预期？

20世纪的货币政策实践大致可以有两种分类。第一种分类，以美联储时断时续地承担稳定物价的职责为依据。在1920年代的绝大多数时候，本杰明·斯特朗执掌的纽约联储，将对冲黄金流入作为其重要的任务。1951年，在与财政部达成协议之后，马丁领导的美联储公开承担起物价稳定的职责，而在沃尔克和格林斯潘时代，美联储再次采取了同样的政策姿态。与之相反，在第一次世界大战（以下简称一战）之后、“大萧条”时期以及从1965年到1979年的“扩张-紧缩”交替期间，美联储都认为物价的决定取决于市场（非货币）力量，非货币政策所能及，从而拒绝承担物价稳定的职责。

第二种大的货币政策分类，则以“扩张-紧缩”交替的货币政策和沃尔克-格林斯潘时代为划分依据。在前一种政策中，货币政策的主要目标是低失业率，手段主要是通过总需求管理。而在后一种政策中，货币政策的主要目标是低通胀率，而手段则是建立稳定的预期（低且稳定的通胀预期）。频繁的“扩张-紧缩”的货币政策逻辑，根植于物价存在黏性的假定，也即，在没有达到充分就业的情况下，今天的价格变动并不会使人们调高对

未来价格的预期。

价格黏性的假定是一把双刃剑。在其基础上，中央银行可以通过管理总需求，进而系统性地控制实际产出和失业率。但要控制由外部冲击引发的物价上涨，中央银行就不得不在短期内容忍失业率的上升。而在1960年代和1970年代的政治和社会环境中，降低失业率才是压倒一切的政策目标。在这种情况下，为降低因控制通胀而对失业率产生的负面影响，决策者不得不诉诸各种非常规手段，包括从干预企业的价格制定到全面管制工资和物价，等等，不一而足。而结果是，试图稳定实际变量的直接措施，反倒加大了物价的波动。与之相反，在沃尔克和格林斯潘时代，稳定的物价自然引致了产出的稳定。

在美联储拒绝承担物价稳定职责时期，货币变动与价格波动之间呈现出来的相关性，印证了货币数量论的观点，即价格变动根源于名义货币供给与公众意愿的购买力之间的均衡调整。在沃尔克－格林斯潘时代，通胀与失业率的反向关系，以及通胀波动与失业率波动的反向关系，都不复存在。由此，弗里德曼－卢卡斯的自然率/理性预期假说开始占据上风。在这一假说中，首先，实际变量都有均衡值（即价格完全弹性下的“自然”值）；其次，理性且具有前瞻预期的个人根据中央银行的系统性行为来形成预期。在上述这些假定下，中央银行将无法操控实际货币供给或失业率这类实际变量。当然，中央银行仍然可以影响通胀趋势，但其必须通过连续一致的政策（遵循某种规则）来引导公众形成有关通胀趋势的稳定预期。

二　规范的路线图

要提高公众对货币政策的认知程度，需要对中央银行所遵循的策略和行为逻辑有所了解。货币政策的目标是什么，中央银行要达到这些目标，需要采取怎样的政策等一系列的问题，都需要中央银行做出回答。但从过往经历看，美联储多数时候的回应都模棱两可，充其量只公布其政策措施，而同时贴上“相机抉择”的标签，以避免对政策目标和策略做出过于清楚的表述。由此导致的政策模糊，阻碍了公众对货币政策的认知与理解。事实上，在一些人眼中不可避免的错误，在很大程度上，都是因为政策模糊及其对公众的误导所致。

1930 年代的“大萧条”和 1970 年代的大通胀，都被认为是不可避免的危机。但如果考虑到，在这两次危机之前的时期，经济环境事实上都相对稳定的话，不可避免的判断恐怕有点站不住脚。在 1920 年代，斯特朗通过对冲黄金流入，保持了物价的平稳。也正是在他的引导下，美联储开始采用“逆风而行”的利率政策来确保宏观经济的稳定。但遗憾的是，斯特朗始终将自己的决策逻辑隐藏在神秘的外衣之下。

欧文·费雪（1934，第 151 页）记录了自己与斯特朗（纽约联储主席）之间的一次对话。在对话中，费雪建议其支持斯特朗议员的提出一项法案，该法案旨在赋予美联储稳定价格水平的职责（赫泽尔，1985，第 5 页）：

在交谈中，他（纽约联储主席斯特朗）说，“不要用法律

强制我做我正在从事的工作，只有这样，我才能尽力去做好它。一旦它成为法律强加的责任，我不知道自己是否还能够胜任，除辞职以外，我别无选择。总之，我不想承担这一责任”。我告诉他，“我个人相信，即使没有法律的约束，您也会尽力遵循稳定价格的准则。但问题是，您不可能一直在这个位置上待下去，在您离开之后，这一行事准则只怕会随之而去。”他的回答是，“不，不会的”。

费雪还回忆到，在斯特朗（纽约联储主席）去世前不久，他与另一位斯特朗先生（众议员）最终就赋予美联储保持“美元购买力稳定”的职责达成一致，并起草了相关的法案。不过，由于斯特朗（纽约联储主席）认为自己需要得到联储理事会的授权，但该授权在表决中未获通过，这项立法的努力最终前功尽弃。

大通胀到来之前，在马丁领导联储的时期，美国曾出现过一段时间的低通胀环境。马丁的货币政策风格，有点类似于后来的沃尔克和格林斯潘，其政策的重点在于维护实体经济稳定，而非直接介入金融活动或控制投机。在他的引导下，“逆风而行”的货币政策取代了“真实票据原则”（赫泽尔和林奇，2001a；2001b）。在马丁看来，美联储有责任维持美元购买力的稳定，当然，在他的理念中，这意味着绝对价格水平的稳定，而非低通货膨胀率。在马丁任内，尽管在1960年代后期，曾因政治压力做出过短暂让步，但在1969年，他又重回货币紧缩的轨道。遗憾的是，马丁的任期在1970年1月宣告到期。

1928年秋天，在“大萧条”到来之前，斯特朗逝世，其继任者乔

治·哈里森是一个软弱无能的领导人（赫泽尔，2002a，附录）。而马丁之后的联储主席亚瑟·伯恩斯，作风虽然强硬，可惜领导无方。在伯恩斯时期，政府不断给美联储施压，要求其维持较低的失业水平，以缓解因各种冲击引发的政治纷争。在1960年代，这些冲击包括越南战争、福利国家扩张导致的增税需要，以及城市中时常出现的骚乱，等等；在1970年代，则是因进口扩大而引发的贸易保护主义，以及因经济放缓，财政收入增长无法满足政府开支扩大的需求，等等。在伯恩斯看来，只要能赋予其更多的价格控制手段，货币政策就可以实现政府的要求。

不管是斯特朗还是马丁，都没能给美联储留下一个可靠的机制来应对可能出现的糟糕继任者。政策上的模糊，掩盖了斯特朗和马丁价格稳定至上的决策理念。虽然在短期内有些政治上的好处，但在长期内，却导致了货币政策目标的混乱，仅靠内部的争论，已无法就此达成共识。在外部冲击升级和内部领导无方的双重打击下，美联储出现重大失误也就在所难免。从道理上讲，美国可以将货币稳定制度职责制度化，但要做到这一点，美联储就必须公开并推动针对相关问题的讨论。在政策表述模糊的状态下，这种讨论无从展开，而不稳定也随之而来。

三　无理论的预测

库普曼斯（1947）和卢卡斯（1976）曾用一个非理论的框架，对政策制定过程提出了批评。在给伯恩斯和米契尔的书《预测经济周期》所写的书评（“无理论的预测”）中，库普曼斯（1947，第167页）写道：

> 作者没有意识到，确定结构方程的可识别性，是进行预测的先决条件。如果不诉诸理论模型……就无法得出用以指导经济政策的结论……只是观察到变量之间存在某些规律性的关联，不足以让我们识别或确定与之对应的行为方程。

仅凭对商业经济现象的描述，政策制定者并不能做出基于因果关系的预测。而单靠语言描述，美联储也无从谈论，货币政策需要控制哪些宏观经济变量，以及如何去控制这些变量。简单来说，如果不使用理论框架来预测和检验不同政策选择的效果，对货币政策的认知只能流于模糊和随意。

和伯恩斯一样，格林斯潘习惯于从商业预测的视角来理解货币政策，在他眼中，最理想的决策方式就是逐期选择最优的政策行动。这种决策模式的难点在于准确地进行短期预测，需要不间断地合成、分析大量互不相干的信息。现实中，未预期到的新消息总是不断涌现，这使预测变得异常困难。从这个角度看，现实世界充满了复杂性和不确定性，经济模型的简化抽象往往不得要领或显得过于幼稚。

不过，虽然有很多不足，简化抽象出的特征还是可以解释，中央银行将价格稳定和经济稳定相结合的政策是如何取得成功的。这些特征包括，物价水平是货币现象：中央银行对基础货币供给的控制，决定着通货膨胀的走向；预期是理性的：公众根据系统性货币政策来形成通胀预期；价格体系弹性、有效，能促使宏观经济活动达到均衡状态：在长期内，实际利率在适度范围内的波动，可以保证实际产出与潜在产出相一致。正是基于对上述特征的认知，沃尔

克和格林斯潘时代的美联储一直遵循着某种“准规则”的行为方式，在稳定通胀预期的同时，让价格体系自行发挥其应有的作用（赫泽尔，2006）。

四　总结性评论

中央银行应该对货币价值的稳定负责。因为，在当今的本位体系下，货币在今天的价值源自人们对其未来价值的预期，卢卡斯（1980，第255页）对于规则的论述，可以很自然地应用于货币政策：

> 在预期可以影响决策的情况下，经济学家预测代理人行为的能力，在很大程度上取决于我们对代理人身处的随机环境的理解。在实践中，只有那些遵循固定的、被人充分理解且相对确定的规则（或遵循将政策行动与经济状态紧密关联的反应函数）或政策，我们才可以预先评估其可能的效果……要用经济学方法对政策进行科学的分析，我们必须在各种稳定、可预测的政策规则中进行筛选，然后通过广泛和专业的讨论，尽可能减少（当然，不可能完全消除）随意管理可能产生的影响。

此外，卢卡斯（1980，第255页）还指出：

> 让我印象深刻的是，在整体理论层面，大家对这个观点（上述有关规则的论述）极少有分歧。但在所谓的“实践”层面，却招致了普遍的忽视。

在沃尔克－格林斯潘时代，出于对名义预期稳定的关注，美联

储始终遵循着“准规则”式的行为方式，货币政策的制定保持了连续性和一致性。不过，在放弃 1979 年 10 月启用的非借入准备管理手段之后，美联储货币政策的演变更多源自实践中的摸索和总结，而不是 FOMC 有意识的策略选择和设计。就这个意义上讲，这些政策从来没有经过“广泛和专业的讨论”，更不要说用经济学语言与学术界进行探讨了。其结果，必然会妨碍公众对货币政策的认知，由此加剧了货币本位的脆弱性。

第三章　从金本位到信用货币

在国家层面，集权主义的强化是20世纪的一大潮流。而货币领域最大的变革是，由中央银行管理的信用货币本位，取代了在很大程度上自发运行的商品货币本位。在经历了恶性通胀、通缩的频繁侵扰之后，中央银行才开始意识到应该担负起稳定价格的责任。货币动荡最严重的是“大萧条”时期。正如18世纪亚当·斯密在《国富论》中所预测那样，在19世纪，生产的专业化让财富的迅速增长成为可能。而专业化依赖于两个支柱：自由贸易和货币稳定。特别地，货币购买力的稳定可以使交易突破以物易物的窠臼，进而扩大分工和贸易的范围。但在“大萧条”时期，各国政府和中央银行的政策彻底摧毁了这两大支柱。

一　金本位制度

在金本位制度的鼎盛时期，伦敦在全球货币市场中占据着绝对的主导，而英格兰银行也为该体系的稳定发挥了至关重要的作用[①]。

在大英帝国的眼中，金本位制度是实现其帝国宏图的一种扩张手段。金本位得以运行的一个必要条件是不存在资本管制，以使黄金的自由运输成为可能。正是这种资本的自由流动，使伦敦不仅是帝国的中心，也最终成为了世界金融的中心。在这一体系下，没有人会怀疑英格兰银行维持英镑黄金价值（按照固定价格将英镑兑换为黄金）的承诺。

19 世纪后半期，所有工业化国家都采纳了金本位制度。这有利于促进资本的自由流动，也促进了自由贸易和全球市场的一体化，极大地推动了各国经济的成长（耶格尔，1998）。在 1890 年代中期之后，全球范围的通货膨胀也趋于温和，更增强了一战前金本位制度的稳定性（参见图 3 - 1 和图 3 - 2）。在当时，温和的通胀压力主要来自黄金供给量增加，原因则是南非金矿发现以及氰化提金工艺的发展（弗里德曼，1992，第 5 章）。

在金本位制度下，会周期性地出现担心信用货币不能足额兑换黄金的情况，并常常引发金融恐慌甚至暂停兑换。1907 年的金融恐慌之后，建立中央银行的呼声四起。纽约的金融界之所以期待建立中央银行，是希望能够帮助其挑战伦敦在全球金融体系中的主导地位（罗伯特，1998；2000）。而这恰逢美国政治相对激进的时期，中央集权日益强化，也激发了联邦政府建立中央银行的想法。

政治上，1896 年，威廉·麦金莱在总统竞选中击败了平民党和自由铸造银币联盟所支持的威廉·詹宁斯·布赖恩，这预示着美国走向金本位制度已不可避免。也正如这次选举结果所表明的，这个国家更期望建立在金本位之上的自由市场体系，而非中央银行通过管理信用货币来操控价格的制度。直到美联储成立的 1913 年，这

一理念也没有根本的变化。

在美联储运行之初，决策者们和普通商人一样，在心理上对金本位仍有相当的依恋。在他们的眼中，美元纸币与黄金的可兑换性是信用货币价值的基础，而金本位就是在法律上承诺无条件地用黄金支持纸币发行。在那时，决策者们还不理解国际金本位制度所具有的自动平衡特征。具体地说，就是他们还不明白，黄金的跨国流动以及与之相关的货币存量变化，会引发各国相对价格水平调整，最终使国际收支趋于平衡。

对当时的美国而言，这种无知可以理解。自从 1832 年，安德鲁·杰克逊拒绝给美国第二银行的执照展期以来，美国就一直没有中央银行，完全依赖金本位的自发运转。[②]新金矿的发现和国际黄金的流入，在很大程度上决定了美国货币供给量和物价的变动。决策者没有必要再深究其他影响价格水平的因素。但是，如果美联储想摆脱国际金本位制度的束缚，就需要去研究、设计其他机制，以控制和影响价格。可惜，除了极少数经济学家外，当时没有人能认识到这个问题。

为终止金融恐慌，美联储的创立者们采纳了商业银行经营中流行的“真实票据原则”。“真实票据原则”的主要目的，在于防止可能导致银行破产和挤兑的各种投机行为。把这一思想应用于金融恐慌，可以得出的结论是：资产价格的膨胀根源于那些被投入非生产性用途的投机性信贷扩张，在缺乏真实商业活动支持的情况下，飙升的资产价格最终必将下跌。

价格的最终下跌，将引发大规模的资产抛售和存货变现，通货紧缩和金融崩溃也会接踵而来（赫泽尔，1985；汉弗雷，2001）。

商品本位制度下，价格涨落总是交替往复的经历，进一步增强决策者对“真实票据原则”的支持。按照创立者们的设想，美联储在通过贴现窗口向银行提供信贷时，只能以真实的票据作为抵押，这主要指那些为实际贸易活动提供临时性资金支持的短期商业票据。

通过“真实票据原则”，银行体系可以把更多的信贷资金投向生产性用途。一个“有弹性”的货币供给制度可以有效地缓解金融恐慌，而“真实票据原则”可以将信用和货币的扩张，引向实体经济的合理需求。只要没有信贷外溢到投机领域，金融恐慌也就随之终结。在“真实票据原则”的视角，通货膨胀总是肇端于资产价格的上涨，因此，政策制定者的首要任务，就是通过对投机狂热和价格上涨的限制，力求在繁荣－萧条周期的早期就实施干预，以尽量减轻经济崩溃所造成的损害。不过，上述逻辑面临一个难题，就是，在实践中要想通过提高贴现率来主动地抑制投机，中央银行必须先放弃自发运行的金本位制度，而这又意味着，国家可能失去维持货币稳定的名义锚。

二　重建金本位

1920 年代，欧洲试图重建在一战中被放弃的金本位制，但美联储的建立，给当时的世界货币体系产生了不小的影响。作为不以盈利为目标的公共机构，美联储在成立之后积攒了大量的不带来任何利息收益的黄金储备（弗里德曼，1961）。美联储拥有将来自其他国家的黄金囤积于美国的能力，意味着在由黄金跨国流动所触发的失衡修正过程中，各国的成本分担并不对称。具体到这一时期，黄金的大量流入没有明显抬高美国的物价水平，事实上，主要的调整

都是通过黄金流出国的价格下跌来实现的。

在第一次世界大战中，各国政府普遍通过发行短期债务来为战争开支融资。为降低债务融资的成本，这些国家相继放弃了金本位制度，转而寄希望于中央银行维持较低的名义利率水平。由于在将短期债务置换为长期债务之前，政府不愿意让中央银行提高利率水平，结果廉价货币政策和通货膨胀一直延续到了战后（艾肯格林，1995，第 81 页、第 114 页；赫泽尔，2002a）。

1918 年停战之后，纽约联储还继续将贴现率维持在 4% 左右，直到 1919 年底，而此时，美国联邦预算赤字已经占到了总支出的 72%。[③] 与此同时，从 1917 年起，联储系统的信贷（主要是票据贴现）规模一直保持高速增长（弗里德曼和斯瓦茨，1963a，第 214 ~ 215 页）[④]，从 1915 年到 1920 年，美国价格水平翻了一番。[⑤]

战后重建金本位，首先需要就是否恢复战前的黄金平价做出决定。在美国，这个平价是每盎司 20.67 美元。考虑到战时通货膨胀的影响，要恢复黄金的购买力水平，美国就必须提高黄金的美元价格。如果其他国家都采取同样的方式，通过抬升本国的价格水平来恢复黄金平价的话，金本位制度就可以在战后更高的名义价格下，再次运转起来。

不过，在当时“真实票据原则”主宰的环境中，通过这种会计变更手段来恢复战前黄金平价的操作，是完全无法想象的事情。在财政部和美联储看来，一战期间价格的上涨主要还是投机行为所致，大量信贷流向了非生产性用途。由此，二者都同意通过紧缩来化解战时过度投机行为的影响（罗伯特，2000；希伊，1922），此外，在银行体系应该清算为战争所提供的信贷上，二者也达成了一

致（戈登威瑟尔，1951，第132页）。

从1919年末到1920年6月，纽约联储将贴现率从4%提高到了7%。1919年11月2日，财政部发表了一则声明："纽约联储今天提升利率的主要原因，是因为有证据表明……信贷正转向投机性用途。"除提高贴现率外，美联储还催促银行偿还之前的借款（戈登威瑟尔，1951，第135页）。从1920年初开始的两年间，美国的货币供给（M1）下跌了13%[⑥]，CPI下跌了16%，而批发价格指数则大幅下挫了37%。[⑦]如图3-1所示，在1920年中，就出现了从通胀到通缩的戏剧性变化，在创立的早期，美联储实际上带给美国经济的是较长时期的不稳定。

如何应对美联储的紧缩货币政策成为其他国家所面临的难题。一方面，他们可以选择维持本国货币与美元的汇率不变，而让本国物价相应下跌；另一方面，也可以选择让本国货币对美元贬值，以避免通货紧缩。法国、比利时和意大利选择了前者，其他国家，如英国、瑞士和加拿大选择了后者。艾肯格林（1995，第83页）的研究表明，做出后一种选择的国家，经济复苏进程明显要更快一些。总体上讲，货币贬值在缓解美国紧缩政策的冲击上，发挥了积极的作用。与之相反，十年之后，在重新建立的金本位制度下，美国的紧缩政策给其他国家造成的通缩影响要显著得多。

在20世纪20年代重新建立之后，国际黄金本位已经无力承受大规模的冲击。各国央行持有的、可随时动用的黄金，数量已非常少[⑧]，一个重要的原因是美国对黄金储备的囤积。1913年，美国持有的黄金储备约占世界总量的22%，到1918年停战时，这一数字上升到了38%。[⑨]直到1919年，美国放松黄金禁运令，

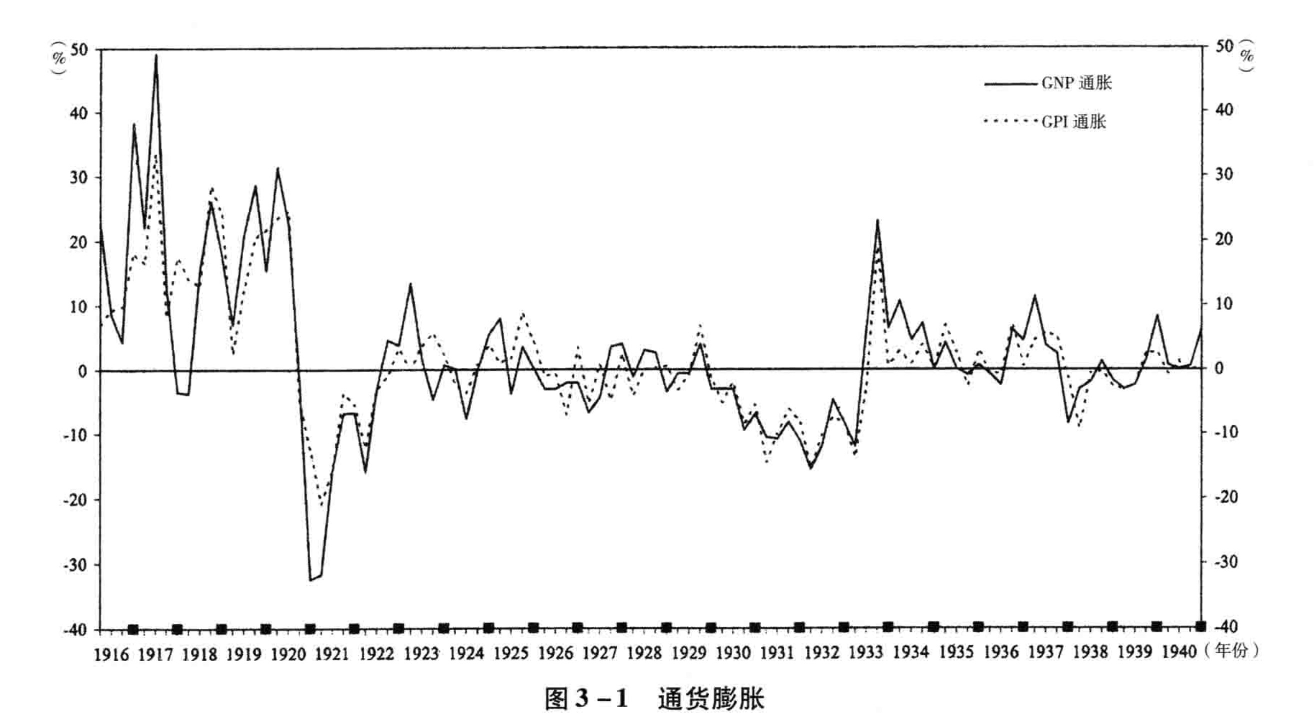


图 3－1　通货膨胀

注：GNP 平减指数的季度数据（年化比率）转引自巴尔克和戈登（1986，附录 B）；消费者物价指数（CPI）是从平均月度增长数据（年化比率）中摘取的季度观察值，基础数据来源于劳工统计局；横轴上■代表第四季度。

黄金才开始外流。总体上，美国当时的贸易收支基本平衡，黄金外流主要出现在资本项下，以满足欧洲重建的融资需要。[10]尽管囤积了巨额的储备，但黄金流出仍然对美联储支持其债务的能力形成了一定的威胁。这主要因为战争期间纸币大量发行，保持兑换所需要的黄金数量自然也大幅度提高。

即使经历了1920～1921年的通货紧缩，美国的价格水平仍比战前高了70%，为此，美国不得不保留其在战争期间积累起来的所有黄金储备。与此同时，世界范围内的黄金产量下降，进一步加剧了其他国家所面临的黄金匮乏问题。在美国维持黄金平价不变的情况下，其名义价格较战前的上升，意味着黄金的实际价值大幅下降，这会减少黄金开采的收入，黄金产量下降并不让人意外[11]。此外，1920～1921年的通货紧缩，再次引起黄金流回美国。美国的黄金货币储备从1922年早期的35亿美元左右，上升到1924年的45亿美元。[12]上述这些情况，使美国以外的其他国家获取黄金的难度加大，并给英国以战前平价重建金本位制度的努力带来了巨大的困难。

三　“大萧条”

1920年代中期，美联储遵循的政策，有点类似于后来威廉·麦克切斯尼·马丁所推崇的“逆风而行”式操作。1928年就任纽约联储主席的哈里森，在国会做证时曾明确表示（美国国会，1932年4月14日，第499页）：“只要在其位，我们运作联储系统的方式是，在经济和物价低落时实施刺激性政策，在信贷过度时，则对其进行抑制。”1920年代后半期的股市繁荣，引发了美联储在

1919~1920年之后的又一次政策紧缩。在整个1920年代，黄金流入而不是贴现窗口，成为美联储提供信贷最主要的渠道。在政策制定者看来，1925年之后的股市上涨，是因为由黄金流入脱离了“真实票据原则”所致。[13]由于黄金流入创造出的信用与短期自偿性商业票据并无关系，因而诱使银行加大了对投机行为的支持。

“真实票据原则”的支持者对美联储提出了严厉的抨击，指责其放任廉价货币政策，制造了股市泡沫（罗伯特，2000，第二部分）。1924年夏天，纽约联储在公开市场上进行买入操作，并将贴现率下调至3%，以支持英国重建金本位制度。1927年8月，英格兰银行、法兰西银行和德国中央银行（Reichsbank）的代表再次说服美联储，在公开市场上进行买入，并调低所有地区联储的贴现率。美联储采取的这两次行动，有一个共同点，就是都在黄金大量流入之后，其政策操作方向完全符合国际金本位体系自动平衡的机理。但正因为这些操作，美联储背负了廉价货币政策的骂名，并埋下了股票市场过度投机的祸端。

1928年初，美联储开始收紧货币政策，以遏制股票市场投机。公开市场交易办公室（译者注：Desk，隶属于纽约联储，是美联储实施货币政策的主要部门）在金融市场上进行卖出操作，以迫使银行转向贴现窗口寻求资金支持。只要商业银行对联储有负债，这一操作就可以对银行信贷形成约束，迫使其停止用于股票购买的贷款。到1929年初，公开市场卖出操作成功地挤压了银行体系的流动性，以至于货币市场上所有利率都超过了美联储的贴现率（一般情况下，纽约联储会将贴现率维持在各种货币市场利率的中位水平）。不过，在其他地方储备银行看来，所有市场利率都高于贴现

率并不是紧缩政策发挥作用的迹象，而只是为银行提供了一个向联储借钱并用于投机的套利机会而已（钱德勒，1958，第455～459页）。

从创立开始，本杰明·斯特朗一直担任着纽约联储的主席，他也支持通过紧缩政策来遏制股市泡沫。对此，斯特朗（钱德勒，1958，第329页）曾写道："股市的飙涨并不能满足美国人的投机个性……最好的生产计划被投机狂潮所妨碍，让人感到很羞愧。但这个国家的人性情就是如此，以至于这种困境无法避免。"

在当时，美联储内部争论的一个焦点是，如果准备金创造完全遵循"真实票据贴现原则"，是否就足以控制银行信贷的用途?[14]纽约联储认为，由于银行信贷的替代品众多，即使贴现窗口贷款完全通过真实票据贴现来发放，实践中的效果恐怕也不会太理想。在纽约联储看来，当投机狂热主宰市场时，美联储更应该通过调升利率来抑制信贷扩张。但是，这种政策有一个不幸且无法避免的副作用，就是会把整个经济推向通货紧缩的泥潭。

A. "大萧条"时期的货币政策

在1928年5月到1929年8月之间，纽约联储把贴现率从3.5%提高到了6%，1929年10月，股市开始崩溃。因为引发了三次银行挤兑风潮，紧随股市下挫而来的经济紧缩变得异常严重（弗里德曼和斯瓦茨，1963a）。第一次挤兑风潮开始于1930年10月；第二次发生在1931年3月；第三次则发生在1933年1月。从1929年到"大萧条"周期的最低谷1933年3月，美国的名义收入下降了53%，实际收入下降了36%，货币存量则减少了1/3。

弗里德曼和斯瓦茨（1963a，第7章）将货币存量的减少归咎

于美联储不愿通过公开市场操作来向市场提供流动性，以抵消因存款准备金和现金存款比下跌而导致的货币乘数下降。的确，美联储应更激进地扩大基础货币供给，从而维持货币存量的稳定。但正如本章附录（“借入准备操作程序”）所总结的，美联储控制货币市场利率的一个手段，是设定贴现率，然后由成员银行自行决定从贴现窗口的贷款。在这样一个体系中，货币存量大幅下滑的根本原因，应该是美联储把利率设定的太高，引发了过度紧缩。[15]

在1932年4月的国会听证中，哈里森主席对美联储为何不愿实施扩张性货币政策进行了解释。众议院银行与货币委员会进行此次聆讯的主要目的，是想推进一项法案，要求美联储将物价恢复至通货紧缩前的水平。对此，哈里森一再反对，其理由是，这个法案会迫使美联储在物价下跌时必须增加准备金供应，即使明知银行会把新增资金用于投机目的，在“真实票据原则”的观念中，这是不可接受的事情。[16]哈里森（美国国会，1932年4月14日，第485页）说道：

> 假定价格目前正在下降，美联储则开始购买政府债券以增加准备金供给，以阻止其进一步恶化。这个行动会提振市场信心，对债券投机的情绪又卷土重来，进而吸引大量的信贷涌入，这将迫使美联储在公开市场上卖出政府债券来收紧流动性。这就是我们在1928年和1929年所处的困境。

另外，1931年秋，为维持公众对金本位的信心，美联储同样选择了推高货币市场利率。

一旦投资者形成了通货紧缩的预期，实际利率就会高于名义的市场利率，这更加剧了货币紧缩的程度（斯瓦茨，1981）。对于这个时

期，汉密尔顿（1992）用商品期货价格估算出了通缩预期的数据，然后对该预期和总价格水平之间的关联进行了测算。研究结果表明，在1929年至1932年间，公众差不多预期到了实际价格下跌的一半。表3－1展示了通缩预期是如何将看起来较低的市场利率，转换为更高的实际利率的。最引人注目的是1931年，通缩预期达到了7.1%，这意味着，尽管名义市场利率只有2.6%，但实际利率已高达9.7%。

表3－1　名义和实际利率

单位：%

时间	商业票据利率	通胀预期	实际利率	实际GNP增速	M1增速	M2增速
1929	5.8	-0.9	6.7	6.6	0.9	0.2
1930	3.6	-2.1	5.7	-9.6	-3.5	-2.0
1931	2.6	-7.1	9.7	-7.7	-6.6	-7.1
1932	2.7	-4.1	6.8	-13.8	-12.4	-15.4
1933T1	2.1	-6.1	8.2	-21.3	-17.8	-31.6
1933T2&T3	1.6	5.1	-3.5	14.2	6.0	4.9

注：商业票据利率数据来自美联储（1943，表120）；通胀预期引自汉密尔顿（1992，表7），是将每年三等分后（每4个月一组）的平滑数据；实际利率等于商业票据利率减去通胀预期；实际GNP增速为年化增长率，引自巴尔克和戈登（1986，附录B）；M1和M2增速为年化增长率，引自弗里德曼和斯瓦茨（1970）；1933T1指1933年的第一分部（前4个月），1933T2&T3是指该年的后两个分部（后8个月）；在1933T1的一栏中，GNP增速是1933年第1季度数据，M1和M2则是1932年12月到1933年4月期间的年化增长率；1933T2&T3的一栏中，GNP增速用的是1933年第2、第3、第4季度的平均值，M1和M2则是1933年4月到1933年12月期间的年化增长率。

在1924年至1927年期间，商业票据利率平均约为4.1%（参

见图3－2），由于此期间CPI几乎没有变化，实际利率差不多也是这个水平。同期，实际GNP的平均增速为2.9%左右（巴尔克和戈登，1989，表10），与之相比，1929年至1932年期间的实际GNP增速大大降低（参见表3－1）。要缓解“大萧条”期间经济增速的大幅下滑，需要一个低利率的宽松环境，但现实却是实际利率高悬（参见表3－1第3列）。而且，货币存量猛烈收缩（参见表3－1最后两列），也进一步推动了利率上升。仅使用利率作为调控工具，让货币政策陷入了恶性循环的怪圈：货币政策收紧引发通货紧缩；通货紧缩催生了进一步紧缩的预期；通缩预期推高实际利率水平；而更高的实际利率最终导致了货币供给数量的大幅收缩……[17]

除货币供给量收缩外，银行破产浪潮是否也给经济衰退产生了单独的影响？伯南克（1983）和米什金（1978）都做出了肯定的回答。弗里德曼和斯瓦茨（1963a，第352页）则认为，银行破产风潮不过是货币收缩产生影响的一个途径而已，其他途径同样也会对经济产生类似的破坏性影响。为此，弗里德曼和斯瓦茨列举了加拿大的例子，在货币紧缩的同时，加拿大并没有出现银行破产倒闭的情况，但其经济衰退的严重程度，毫不逊色于美国。

B. 如果斯特朗活着又会怎样？

弗里德曼和斯瓦茨（1963a）猜测，如果斯特朗没有在1928年去世，而是继续领导纽约联储的话，他应该不会允许大规模的银行破产以及货币供给收缩的情况出现。前文曾经提到，在1928年，斯特朗已经同意支持国会一项旨在赋予美联储价格稳定职责的提案。该提案由经济学家费雪和康芒斯共同起草，在大西洋

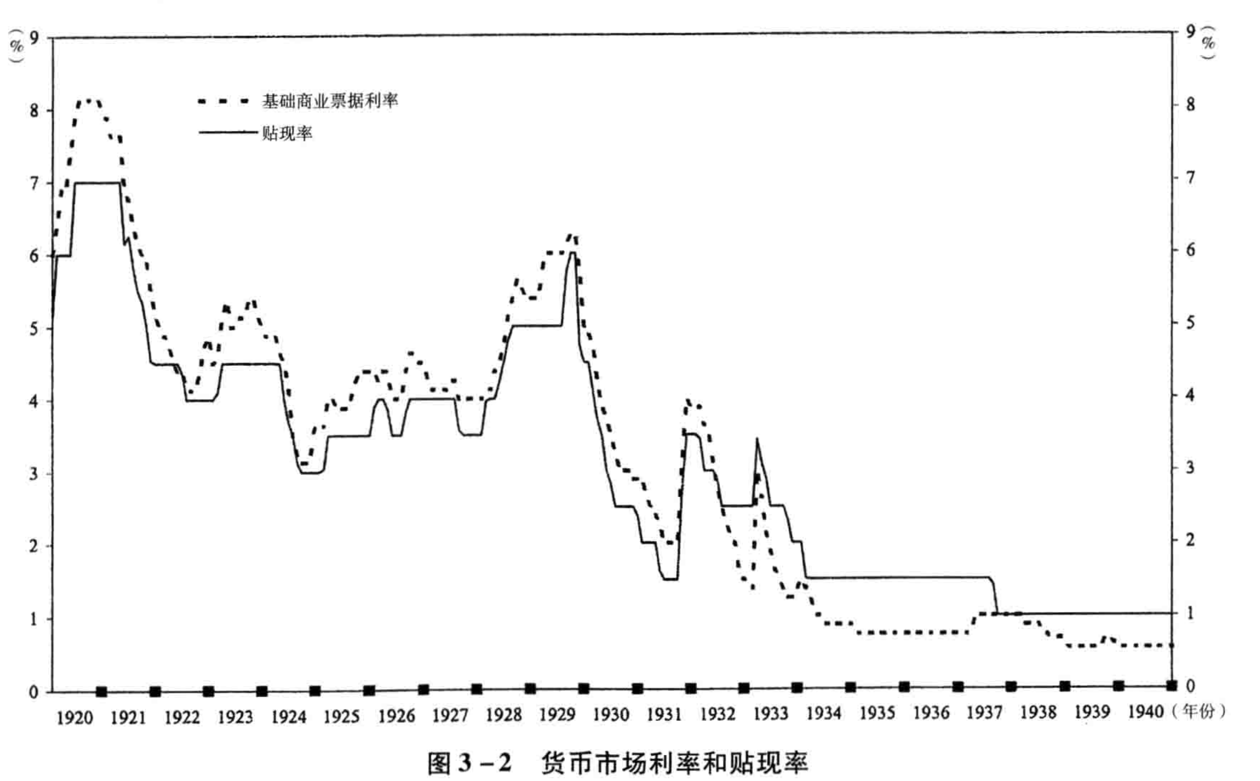


图 3－2　货币市场利率和贴现率

注：基础商业票据利率和贴现率数据均来自美联储（1943，表 115 和表 120）；横轴上■代表当年的第四季度。

城，两位斯特朗先生（译者注：指纽约联储主席斯特朗和众议员斯特朗）对其进行了最终的修订。斯特朗议员（美国国会，1932，第51页）后来回忆，他们当时详细讨论了1920年的通货紧缩，斯特朗主席明确表示反对1920年时美联储的决定，对此，斯特朗议员指出，如果在那时美联储就负有稳定物价的职责，其观点或许就能在政策制定时占据上风。这次谈话，最终说服了斯特朗主席（赫泽尔，1985）。

1928年10月7日，在股票市场崩溃来临之前，斯特朗主席去世了。弗里德曼和斯瓦茨（1963a，第692页）认为，如果他还活着，应该会采取更为激进的公开市场操作，来对冲银行准备金枯竭的影响。如果他真这样做了，货币存量就不会大幅减少，一次经济衰退也就不至于演变为一场“大萧条”。有意思的问题是，把货币政策关注的焦点从市场利率转到货币数量的下降，这需要美联储在智识上实现怎样的飞跃?

实际上，在市场崩溃后，纽约联储随即就在公开市场上进行了买入操作，为市场注入流动性。当然，如果斯特朗还在，或许买入的数量会更大，[18]而银行向美联储借入的准备金就可以更少一些。但是，在当时的准备金借入机制下，美联储的贴现率事实上是市场利率的下限（参见本章附录，“借入准备金操作程序”）。由于担心再次激发投机情绪，美联储在下调贴现率上一直犹豫不决。鉴于斯特朗一贯支持通过政策紧缩来遏制市场投机，他或许对此也会有同样的担忧。

更重要的是，如果斯特朗依然在世，并按照弗里德曼和斯瓦茨所建议的那样行事，他可能需要在货币政策理念以及操作程序上做

出巨大的转变。具体而言，要想通过公开市场操作来维持银行信贷和货币供给以实现物价的稳定，美联储必须先做出合乎逻辑的决定，就是建立现代信用货币本位制度。但在那个时代，只有极少数像费雪和凯恩斯这样的经济学家，才具有把中央银行视为货币创造者的现代理念。[19]而在当时的政策制定者眼中，这些经济学家的观点多少有些离经叛道（罗伯特，2000，第91页）。后来，凯恩斯放弃了对货币政策的关注，转而强调财政政策的作用，或许是他认为，中央银行家缺乏主动管理货币供给的智识和意愿（莱琼霍福德，1968，第19页）。

当“大萧条”开始的时候，在美国当时的政治体系下，很难想象有放弃金本位转而采用信用货币体系的可能性。不管是在经济观念还是政治观念中，由黄金支持的货币体系都是天经地义的事情，不容置疑和挑战。在1886年的总统竞选中，支持金本位的麦金莱战胜了支持复本位的布莱恩，似乎给金本位的反对者（如支持廉价货币的平民党）烙上了一个永恒的失败的印记。1932年通过的《格拉斯－斯蒂格尔法案》，开始赋予了美联储用政府债券支持央行票据发行的权利，但在现金发行上，仍然保留了黄金兑换的要求。

美联储的架构也招致了一些政治上的抨击，在一定程度上，也使美联储无力采取更激进的政策。比如，曾参与美联储创设的参议员卡特·格拉斯，对纽约联储崛起成为事实上的中央银行非常反感。作为“真实票据原则”的坚定支持者，格拉斯认为，股市的崩溃以及随之而来的经济萧条，都是美联储在1924年至1927年间调低贴现率所种下的恶果（格拉斯，1932）。面对这些抨击，美联储的政策步调趋于保守，以求与舆论导向相一致，这极大地限制了纽

约联储在公开市场上实施单边买入操作的能力。

在当时主导的真实票据理念中，决策者从未意识到，作为中央银行，美联储实际上具有创造银行准备金的能力。相反，就像戈登威瑟尔（1951，第161页）所解释的，当时的美联储只是把自己看成银行准备金的保管人而已。[20]在1930年代的早期金融恐慌中，美联储的政策反应，主要是保护这些银行准备金不致损失：

> 毫无疑问，在当时，货币扩张政策不太可能被采纳……理论上讲，美联储并不会像普通商业银行一样，在招致客户挤兑时濒于破产，因为储备银行总是可以通过发行自身的票据来支付其（对成员银行的）债务，但当时的中央银行并没有认识到这一点……商业银行经营的一些理念，被用到了中央银行的运作中，而事实上，二者有本质上的不同……在当时的美联储看来，通过大规模的公开市场操作来直接创造货币，并将其维持在这一水平……并非可以追求的目标。

哈里森主席（美国国会，1932，第517页）在国会做证时，就美联储1931年秋的政策操作进行了解释："在我们看来，在当时的情形下，如果继续购买国债、扩张信用将会是非常不明智而且危险的行为。如果这个法案在当时已获通过，那么，由于去年秋天价格指数在下跌，我们就不得不采取这些危险的行动。"

受金本位思维的影响，美联储也无法认识到，自己有责任通过管理资产组合来调控银行信贷与货币存量。根据当时的正统货币思想，当黄金流出时，中央银行应抬高市场利率，这意味着，美联储需要在公开市场上卖出证券，来收缩银行准备金供给。各国央行宁

愿去竞相争夺数量有限的黄金，也不去创造它们自己的准备。在1930年代早期，美联储对货币政策的认知还深陷于金本位和真实票据的窠臼。身处这样的环境，作为一个务实的中央银行家，斯特朗不大可能引领美联储进入现代银行家才具有的观念世界。

C. 美国通货紧缩的扩散

在结束战时黄金禁运之后，美国在1919年3月，重新回到金本位制度。德国在1923年末，英国在1925年早期，法国在1926年，也相继重建了金本位（耶格尔，1976）。不过，考虑到协约国在战争期间已债台高筑，而德国也因《凡尔赛条约》背负了巨额的战争赔款，重新建立起来的金本位制度实际上非常脆弱。在各国间复杂的债务关系下，要想通过实际资源的流动最终完成清偿的话，德国必须对英国和法国有巨额的贸易盈余，而法国和英国又要对美国有巨额的贸易盈余。在1920年代贸易保护主义盛行的环境中，上述这些情形在政治上不可接受。现实情况是，整个国际金本位体系，主要靠美国向德国的黄金流出在维系（艾肯格林，1995；赫泽尔，2002a；耶格尔，1976，第333页）。

到1927年末，欧洲重建金本位制度的努力看起来取得了成功。但1928年，美联储开始实施紧缩性货币政策。斯特朗很清楚，这样的政策会给道威斯计划造成什么样的影响，该计划试图通过向德国提供必要的资金流入，以确保其战争赔偿切实可行。1928年7月，在一封写给监督战争赔偿的官员的信中，斯特朗（转引自钱德勒，1958，第459页）写道："纽约的利率持续保持在很高的水平，最终可能给欧洲，特别是道威斯计划的顺利实施产生很大的威胁。或许可能引发您一直试图避免的大危机。"

到1929年初，在美国高利率的推动下，其他国家中央银行也相继调高了贴现。高企的利率水平，也终止了黄金流出美国的趋势（艾肯格林，1995，第12页）。到1929年下半年，外国政府在纽约发行的债务已不到1927年的1/3（钱德勒，1958，第456页）。净资本流出，则从1928年的7亿美元下降到1929年和1939年的3亿美元。[21]黄金回流美国，对德国和奥地利刚刚重建的金本位制度造成了很大的威胁，因为与其他国家相比，这两个国家可动用的黄金储备最少。

在货币政策紧缩前，美联储的黄金储备一直在下降，从1927年的46亿美元减少到了1928年的41亿美元（按每盎司20.67美元的价格计算）。1929年初，黄金储备开始回升，并在1931年9月达到50亿美元。[22]法国在重建金本位时，有意低估了法郎的平价，由此引发黄金流入，也增加了对国际金本位制度的压力。1928年6月，重估法郎黄金含量之初，法兰西银行的黄金储备为11亿美元，到1931年9月，已上升至23亿美元。[23]在美国和法国大量吸收黄金的情况下，银行破产也就无可避免。1931年5月，维也纳信贷银行倒闭，一场金融危机再次拉开序幕。

1931年夏天，金融恐慌已席卷德国。从6月开始到7月31日，德国中央银行将贴现率从5%提高到了15%。[24]纽约联储认为德国银行业是因为投机性信贷扩张，才身陷倒闭困境，因此拒绝向德国中央银行提供避免其银行体系崩溃所需要的贷款。在纽约联储的催促下，德国中央银行甚至还关闭了对部分银行的贴现窗口，这些银行向市场债投资提供信贷，被认为是违反了“真实票据原则”（赫泽尔，2002a；詹姆斯，1986）。1929年1月，德国中央银行的黄金储

备为6.5亿美元，到1931年12月，已跌至2.3亿美元。[25]

因为其银行持有大量对德国银行的债权，金融恐慌也很自然地波及了英国。1931年9月，英国停止了英镑与黄金的兑换，这一决定，沉重地打击了公众的信心。出于对英国退出金本位制度的担心，大量黄金开始流出美国，仅在1931年8月到11月间美国就损失了6亿美元的黄金储备。对于这些黄金流出，纽约联储并没有通过公开市场买入来对冲，而是把贴现率从1.5%调高到了3.5%，同时削减其持有的银行承兑汇票，这导致了市场利率的飙升。

D. 罗斯福时期的货币本位

由于从未有意识地通过购买政府债券来创造货币，美联储的成立及其政策操作并没有真正让美国摆脱通货膨胀/通货紧缩的困扰。在多数时候，美联储的公开市场买入（美联储的信贷扩张）只是被动适应公众对货币需求的增加，如银行挤兑发生时（参见图3-3）。事实上，“大萧条”时期的两次衰退都与美联储固守“真实票据原则”有关，因此，两次衰退之后的复苏也就需要美联储改变其袖手旁观的态度，真正发挥中央银行的作用。

从1933年4月开始，新当选的罗斯福政府提高了黄金的美元价格，以实现美元对其他货币的贬值。在一次新闻发布会上，罗斯福总统明确表示，打算通过美元贬值来提高国内的物价。5月，农业调整法案的托马斯修正案获得通过，授权总统降低美元的黄金含量，最高可达50%。9月，财政部开始买入黄金，以推高黄金的美元价格（弗里德曼和斯瓦茨，1963a，第462页）。

随着美元贬值，国际贸易中所有商品的美元价格都被抬高，这立即对国内物价产生了影响。[26]从1928年第4季度的峰值到1933年第1季

度，美国批发价格下跌了38.3%，其中，仅在1933年第1季度就下跌了19%。但在1933年随后的3个季度中，批发价格平均涨幅达到了25.8%。[27]与之类似，从1928年第4季度的峰值到1933年第1季度，CPI指数下滑了26%，但在1933年后3个季度中，平均增速达到了5.4%。

根据汉密尔顿（1992）对通胀预期的估算，价格变动的反转抬高了通胀预期（参见表3-1），进而将商业票据的实际利率从1933年第一分部（前4个月）的8.2%，大幅降低到该年后两个分部（后8个月）的-3.5%。实际利率的下跌，彻底化解了当时货币政策操作的通缩效应。货币供给也开始恢复，从1933年初的大幅下跌，转为随后的正增长。

除通过美元贬值来刺激物价外，黄金流入也为经济复苏政策提供了新的支持。理论上，黄金的流入会增加基础货币，并促进广义货币的创造。在当时的情况下，美联储难以有效对冲黄金流入的这种影响，除非放弃借入准备操作和对市场利率的调控。当然，形势比人强，后来的事态发展降低了美联储对市场利率的影响力，最终迫使其放弃了一直固守的政策模式。就借入准备来说，尽管在遭遇挤兑时，银行可以用合格的资产做抵押，在贴现窗口借入准备金，但这种借款行为会向市场传递其深陷困境的信息。所以，在一段时间中，银行更愿意通过抛售贷款来获取临时性资金，而不是求助于贴现窗口。

当银行不再通过贴现窗口获取准备金时，美联储对市场利率的影响自然也遭到了削弱。从贴现率高于商业票据利率，就可以看出美联储对市场控制力下降的迹象（参见图3-2）。1933年，银行几乎完全停止了贴现窗口贷款，借入准备从1933年前4个月的4.35

亿美元的平均水平，下降到了后 8 个月的 1.56 亿美元，与此同时，超额准备从平均 3.6 亿美元，上升到平均 6.27 亿美元。[28]在某种意义上，可以近似地把 1933 年 5 月看作一个转折点，在这个点上，美联储的借入准备管理模式步入尾声，之后便进入了以货币乘数为基础的货币数量管理时期。[29]

美联储放弃通过借入准备来控制市场利率，使罗斯福政府摆脱金本位的束缚成为可能。从 1933 年初恐慌停歇，到第二次世界大战的固定汇率之前，美联储一直不愿意进行公开市场买入，其资产组合的规模几乎没有任何变化（参见图 3－3）。在成员银行借款减少的情况下，美国基础货币供给的增加，几乎完全来自因罗斯福政府操控汇率而带来的黄金流入。对此，美联储已无力进行对冲。

1928 年后，金本位体系将美国货币政策紧缩的影响传递到了其他工业化国家。1933 年 3 月之后，尽管美国已转向追求国内通货膨胀，但对那些仍然采用金本位的国家，这一政策的产生依然带来通货紧缩的压力。而且美国在货币化黄金流入，推高国内价格的同时，还一劳永逸地解决了黄金流出可能会产生的反向影响。1933 年 3 月，罗斯福政府开始实施外汇管制，并禁止在美国国内用黄金进行支付。

1934 年 1 月，美国将黄金价格固定在每盎司 35 美元，这意味着美元较之前贬值了 59%。之后，财政部开始购买流入美国的黄金，然后将其交托给美联储，就此增加了财政部在美联储的存款。当财政部提取这些存款进行支付时，美国的基础货币供给随之增加（弗里德曼和斯瓦茨，1963a，第 8 章）。从 1933 年第 1 季度到 1937 年第 1 季度，美国的 M1 和 M2（参见图 3－4）的年化增长率分别为 11.5% 和 8.1%。同一时期的 GNP 年均增速则达到了 10.8%。

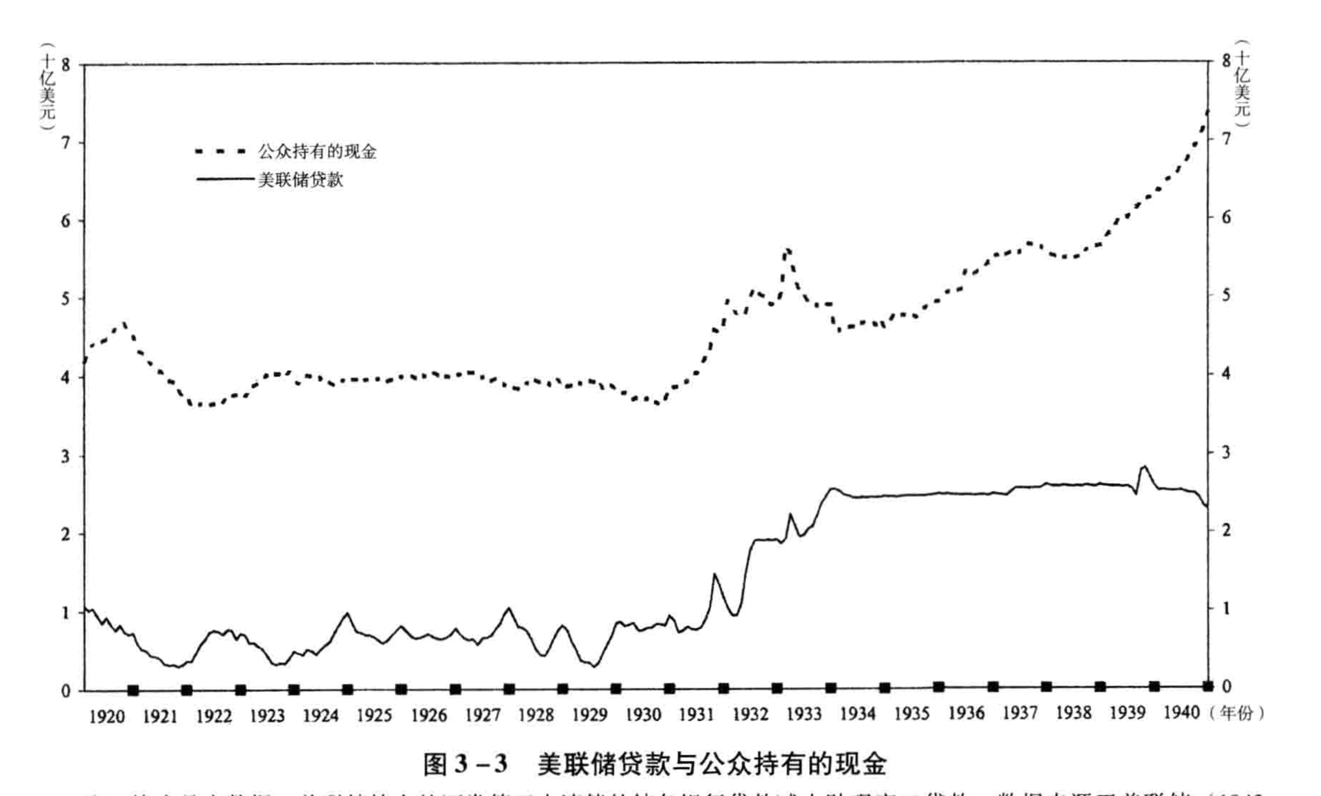


图 3－3　美联储贷款与公众持有的现金

注：均为月度数据；美联储持有的证券等于未清偿的储备银行贷款减去贴现窗口贷款，数据来源于美联储（1943，表 102）；公众持有现金的数据转引自弗里德曼和斯瓦茨（1970）。横轴上■代表每年的 12 月。

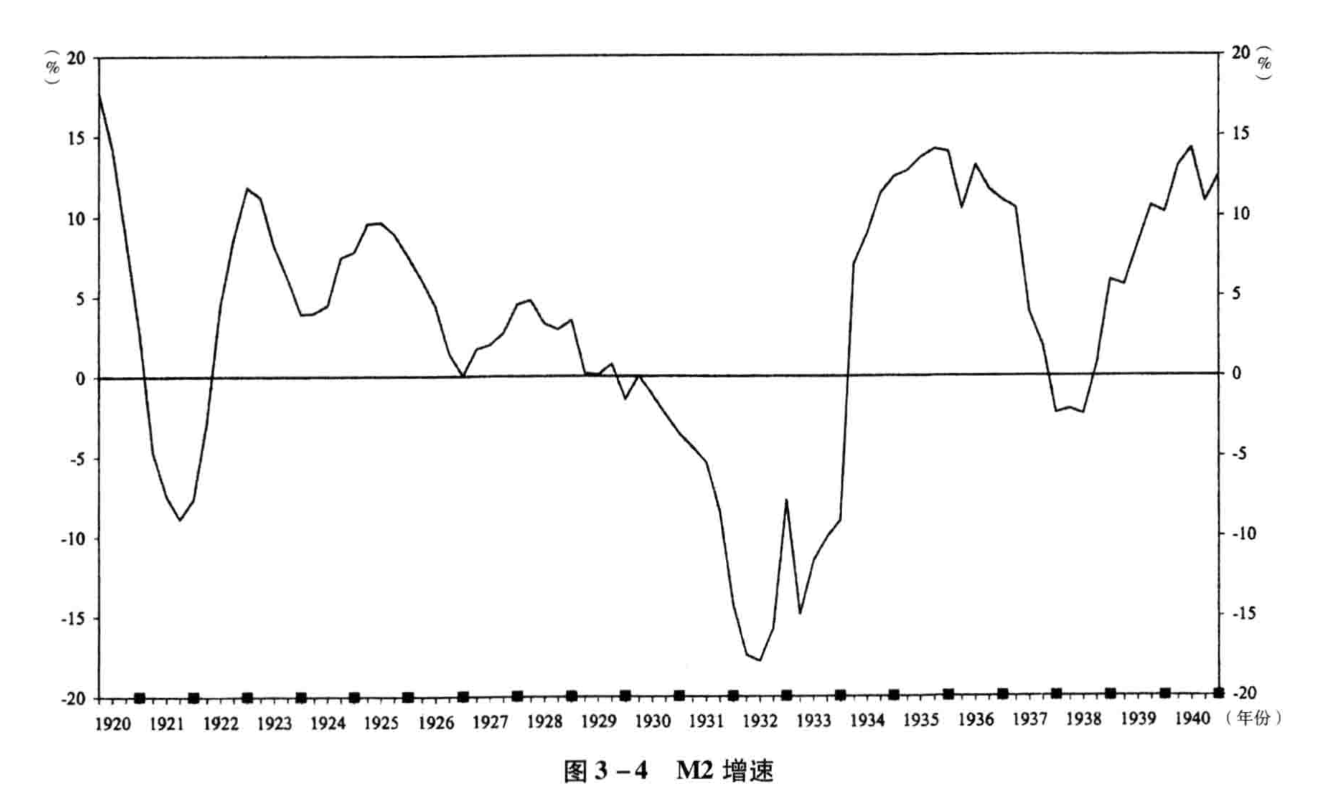


图 3－4　M2 增速

注：M2 四季度变化数据的季度观察，来自弗里德曼和斯瓦茨（1970），横轴上的■代表当年的第四季度。

如果美联储放弃以利率作为调控目标，或大规模买入政府债券这类资产而不是黄金，上述这些增长是否也会出现？直到1970年以前，专业界的共识都是持否定意见。大多数经济学家认为，货币数量增长的影响会被货币流通速度的下降所抵消，即凯恩斯所谓的“流动性陷阱”。不过，从现有的研究看（博尔多、乔杜里和斯瓦茨，1995；麦卡伦，1990），没有证据表明在当时存在“流动性陷阱”。1930年代，M1和M2的流通速度（参见图3-5和图3-6）的确比1920年代要低，但主要原因是持有货币的机会成本（利率）有所下降。[30]

在1933年以后，商业银行积累起了大量的超额银行准备金，一些人据此推论，美联储已失去了遏制通货紧缩的能力。而美联储则据此判断，实体经济已没有对新增信贷的需求了，追加信贷投放只会被用于投机。事实上，由于存在挤兑的压力，而向贴现窗口求助又有损于声誉，商业银行往往会以超额银行准备金的形式，来保有一定数量的资金，以备不时之需（弗里德曼和斯瓦茨，1963a；莫里森，1966）。从这个角度分析，如果公开市场买入的规模足够大，以至于银行的实际准备金超过其合意水平，美联储仍然有能力刺激银行进行资产购买和货币创造。

E. 美联储重施控制

在美联储的资产组合几乎保持不变后，财政部接手了美国的货币政策。通过购买黄金并封存，财政部甚至左右了美国基础货币供给的增长。1935年通过的银行法，重新调整了公开市场委员会的组成结构，同时也集中了更多的控制权。在新上任的强势主席马瑞纳·伊寇斯的领导下，美联储开始试图从财政部手中拿回中央银行应有的权力。为此，美联储尝试重建借入准备操作制度，正如本章

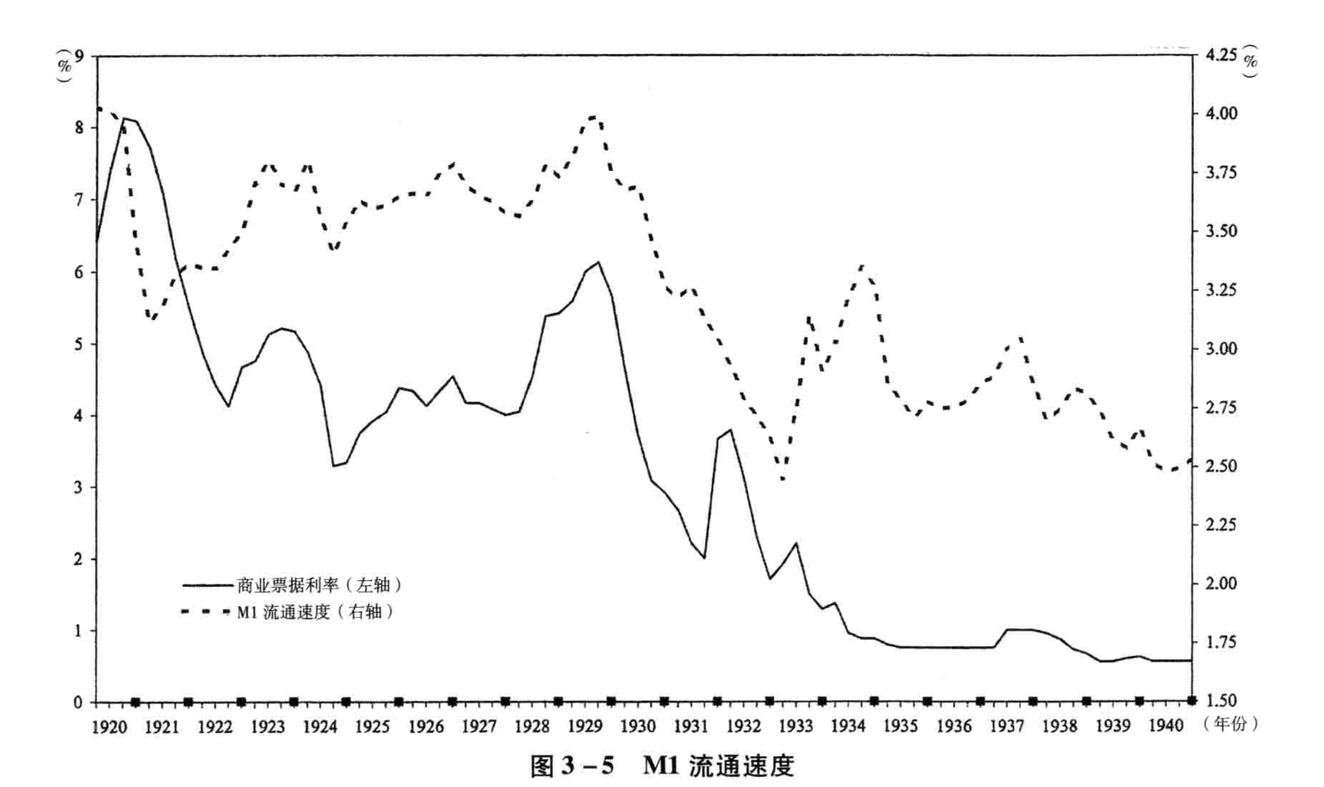


图 3－5　M1 流通速度

注：M1 流通速度为季度数据，由 M1 除以 GNP 得到；其中，M1 数据来自弗里德曼和斯瓦茨（1970），GNP 数据来自巴尔克和戈登（1986，附录 B）。商业票据利率来自美联储（1943）。横轴上■代表当年的第四季度。

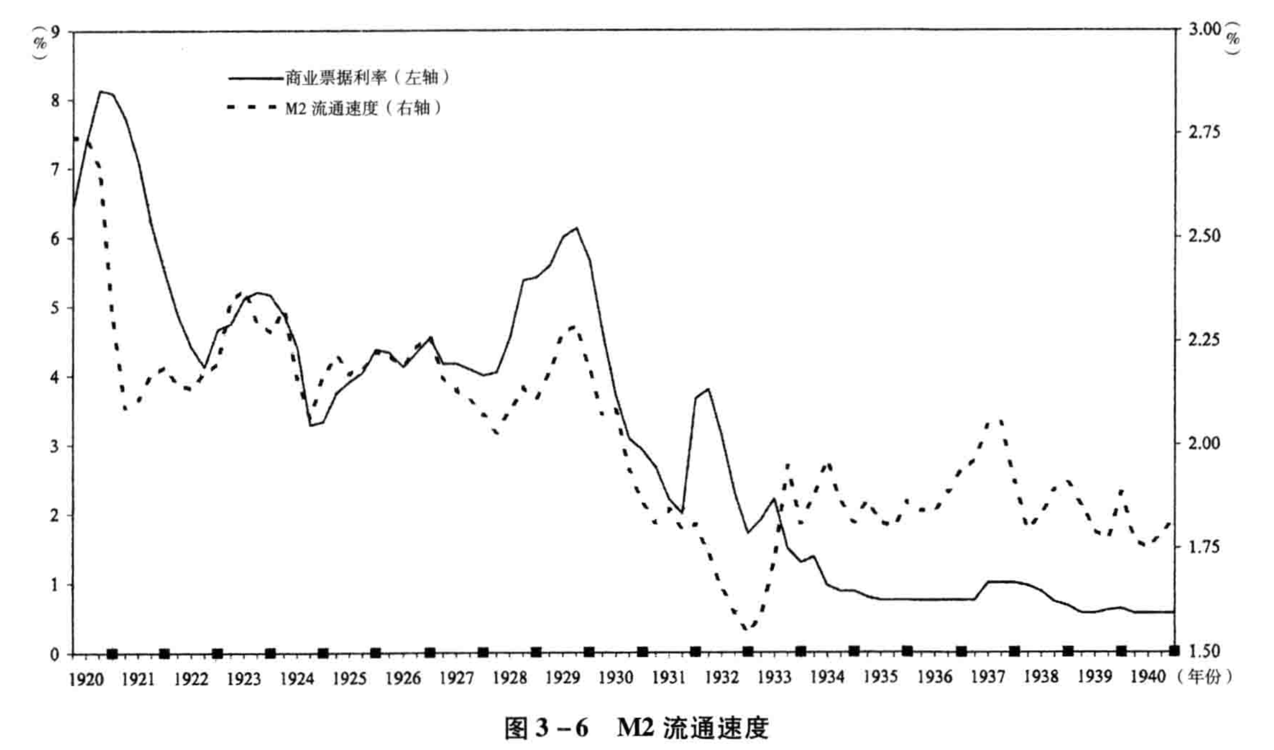


图 3-6　M2 流通速度

注：M2 流通速度为季度数据，由 M2 除以 GNP 得到；其中，M2 数据来自弗里德曼和斯瓦茨（1970），GNP 数据来自巴尔克和戈登（1986，附录 B）。商业票据利率来自美联储（1943）。横轴上■代表当年的第四季度。

附录所介绍的，这要求银行体系通过贴现窗口来满足其新增的准备金需要。戈登威瑟尔（1957，第 176 页）将这一尝试的思路表达为，“要想对市场实施更好的控制……就不能让成员银行处于下述状态：即无须向美联储寻求支持，就能大规模扩张信贷。”

为迫使银行重回贴现窗口，美联储不得不提高法定准备金要求，以清除银行之前积累起的大量超额准备金。[31]在当时，银行体系的超额准备金规模，已超过了美联储持有的政府债券。数量上的原因，加之政府债券还有利息收入的好处，美联储在权衡之下决定放弃公开市场卖出的操作，转而大幅调高法定准备金要求[32]。受真实票据理念的影响，政策制定者认为，超额准备金的存在让银行有发放投机性信贷的可能，并引发通货膨胀。在利率较低的情况下，银行为保持收益水平，的确有可能去做这样的冒险。对此，伊寇斯在其自传《激动人心的探险》（1951，第 288 ~ 289 页）中写到，过高的超额准备金会让银行信贷“超过现有或预期的商业需要”，其结果必然是“在痛苦的紧缩中抛售投机性资产”。

1936 年 8 月 15 日，联储理事会将法定准备金要求提高了 50%，以清除那些“超过商业、工业和农业需要的多余部分”（伊寇斯，1951，第 290 页）。同时，财政部开始封存流入的黄金。稍后，联储理事会又分别在 1937 年 3 月 1 日和 5 月 1 日，两次提高法定准备金要求，累计又上调了 1/3，达到法律允许的最高水平。从 1937 年第 1 季度到 1938 年第 2 季度，M2 下跌了 -1.9%。经济在 1937 年 5 月达到周期的波峰，波谷则出现在 1938 年 6 月，而正是此时，货币数量开始强劲反弹。

在美联储最后一次调高法定准备金要求后，银行再次开始积累

超额准备金。到 1940 年 12 月 31 日，美联储向国会请求提高法律允许的法定存款准备金上限，在递交的报告中，美联储写道："美联储发现自己身处困境，不能有效地履行其负有的所有职责。"这个报告同样表达了对超额准备金的担忧，由于超额准备金过高"一些利率开始下跌……甚至大大低于对宽松货币政策的合理需要"。[33]

四　零利率下限

当短期名义利率为零时，中央银行就无法再通过调低联邦基金利率，来降低实际利率水平，这就是所谓的"零利率下限难题"。在一些经济学家看来，这一难题可能会限制中央银行刺激支出的能力。[34]实际上，只需通过购买非流动性资产来进行货币创造，中央银行总是可以对支出进行刺激。在 1936 年和 1937 年美联储紧缩政策操作之后，紧随而来的外生货币供给，就阐明了这种可能性。

在 1938 年、1939 年和 1940 年，3 个月期国库券利率基本接近于零。由于 1937 年末的实际物价下跌，通缩预期又有所抬头，经济复苏中断的可能性越来越大（参见图 3 - 1）。短期利率为零，是做出上述判断的主要证据。在 1938 年 6 月经济波谷之后，实际产出的强劲增长已经把实际利率抬高到零以上（参见图 3 - 7），但因为通缩预期的数值大于实际利率，名义短期利率只能维持在零的水平。

当时，货币增长（$\dot{M}$）由黄金流入外生决定，货币流通速度的增速（$\dot{V}$）要么略小于零（参见图 3 - 5；M1 流通速度）要么接近于零（参见图 3 - 6；M2 流通速度）。根据费雪方程式的左端（$\dot{M} + \dot{V}$），可以确定名义总需求的增长速度。到 1939 年中期之间，通

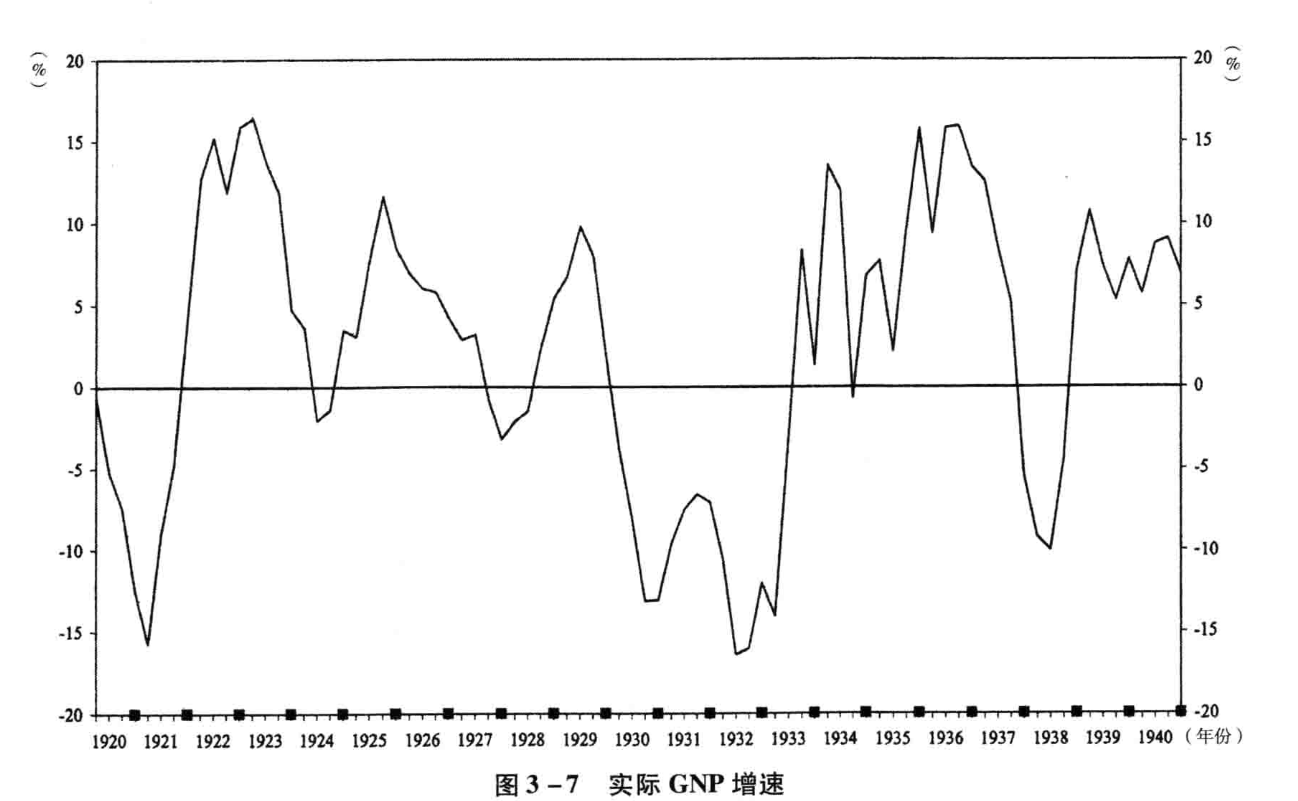


图 3-7 实际 GNP 增速

注：季度数据，引自巴尔克和戈登（1986，附录 B）。横轴上■代表当年的第四季度。

缩预期引发了实际的通货紧缩（$\dot{P} < 0$）。根据费雪方程式的右端（$\dot{P} + \dot{Y}$），在通货紧缩情况下，要使名义需求为正，实际产出必须也为正（$\dot{Y} > 0$）。

由于通缩预期的存在，在短期利率为零的情况下，仍然可能出现通缩螺旋。不过，预期也增大了外生货币创造的刺激效果。在1937～1939年，长期政府债券的平均收益率为2.5%，[35]如果中央银行遵循某个规则，可以引致对长期价格的稳定预期，长期政府债券将会有正的收益。如果短期利率真的下降到零，中央银行可以选择买入政府债券，以扩大货币供给。这种买入，会迫使银行进行资产组合调整，并最终刺激总需求（赫泽尔，2004a）。

五　总结性评论

国会创立美联储的主要目的，在于摆脱历史上不断侵扰经济的金融危机。但有点讽刺的是，美联储在建立之初，反倒制造了一段较长时期的货币和经济动荡。1920年控制商品价格，1929年抑制资产泡沫，以及1936年冻结银行的超额准备金，联储的这些政策尝试都引发了货币收缩，并进而导致名义和实际产出下降。通货紧缩紧跟着货币收缩，而货币扩张之后，随之而来的则是通货膨胀（参见图3－1）。随着货币收缩的结束，经济最终开始了强劲的增长（参见图3－7）。

上述这些事实支持了这样一些观点，即物价水平是一个货币现象，而经济体系具有自我平衡的功能。尽管在面对强制、剧烈的通货紧缩时，经济的调节过程会异常艰难，但只要不出现货币冲击，它就可以实现平稳增长（弗里德曼，1997）。

附录：借入准备金操作程序

美联储的创立者，像卡特·格拉斯（译者注：美国参议员，《联邦储备法》的主要起草人，被视为美联储创立者之一）和他的支持者帕克·威利斯等人，并不认为他们是在建立一个有创造准备金能力且不受市场约束的中央银行。但在实践中，纽约联储借鉴英格兰银行的操作方法并略加改变，在事实上成为了中央银行。具体而言，纽约联储用控制贴现率来代替对货币市场利率的直接控制，由此发展出一个间接的利率调控程序。凭借这一程序，纽约联储可以在不提高贴现率的情况下，抬升市场利率。这种操作方式，可以在很大程度上减轻可能招致的政治抨击。对此，斯特朗（美国国会，1927，第333页；转引自古德福里恩德，1991，第21页）曾有过解释：

> 在我看来，利用公开市场操作来实施利率调整，比其他可能的政策选择更安全也更可行。具体来说，与直接提高或降低贴现率相比，公开市场操作方式对整个国家的影响不显得那么突兀或让人担忧。

实践中，银行会通过调整借入银行准备金来应对美联储公开市场操作，以抵消政策的影响，在公开市场操作卖出导致借入准备金增加时，情况尤其如此。随着借入准备金的增加，货币市场利率也随之上升，反之则亦然。政策制定者认为，利率之所以会上升，是因为借入准备金上升，导致银行的还款压力会随之加大。在观察到上述这些情况后，美联储从1923年起开始启动借入准备金操作程序。[36]

在借入准备金操作程序中，美联储限定银行只能通过贴现窗口来获取满足法定要求所需的边际准备金。此外，美联储还对贴现窗口借款的期限进行了限制。在上述安排下，短期市场利率将围绕基准利率上下波动，而基准利率，等于贴现率加上一个随成员银行借入规模而变动的溢价。[37]（参见第13章，附录：1979年10月6日操作程序）从图3－2中，可以看到贴现率与基础商业票据利率之间的关联。联储理事会的经济学家温菲尔德·瑞夫勒（1930，第7章）曾证明，借入准备金与商业票据利率和贴现率的利差之间存在高度的相关性。

货币政策制定者从中央银行家的视角，对借入准备金操作程序的传导机制进行了诠释。他们认为，通过改变银行的资金可得性，美联储就可以对金融中介过程施加影响（布伦纳和梅尔泽，1964）。但事实上，如果银行没有放贷的意愿，货币政策的效果将大打折扣。对此，纽约联储主席哈里森（美国国会，1932，第504页）在国会做证时，曾说道：

> 只是购买证券……不能实现政策目标，因为这只会增加成员银行的超额银行准备金……如果这些资金被用于银行偿还对美联储的负债，就起不到任何扩张信贷的作用。这种操作，根本不会改变美联储的信贷规模，但的确会减轻银行体系的压力，让其有更大的决策自由。……除非有足够的信心，否则，你们不能指望银行会动用这些超额准备金……事实上，如果国会有关修正预算失衡的法案悬而未决，银行不会把这些资金直接投入债券市场。

第四章　从“二战”到财政部－联储协议

“大萧条”和二战期间的经历对比，大幅提高了人们对政府稳定政策的期望。1932年，美国失业率曾一度攀升至23.6%的高位，到了1939年，仍维持在17.2%的水平。而在战争的最后一年，1945年，失业率仅为1.9%。[①]仅从数据上看，“大萧条”时期失业率高企，而二战期间几乎实现了充分就业，两相对比，似乎提供了一个不容置辩的证据，即政府支出可以给经济提供逆周期的刺激。1946年通过的充分就业法案赋予政府维持充分就业的职责，但在当时政府的弹药库中，并没有货币政策的身影。

一　理念的改变

根据“真实票据原则”，在面对由投机狂潮最终引发的经济崩溃时，政府除了忍受痛苦的经济调整过程，别无他途。通货紧缩将一直持续，直到过度负债得到清算，工资、价格的扭曲得到纠正为止。赫伯特·胡佛（1952，第30页）在回忆录中提到上述观点时，

总是将其和他的财政部部长安德鲁·梅隆联系在一起，并称梅隆为“放任不管的清算主义者”：

> 梅隆先生只有一个药方：“清算劳工，清算股票，清算农场主，清算房地产”。他坚持认为，如果人们患了一场通货膨胀的脑热，唯一拔除病根的方法就是让他彻底垮掉。在他看来，危机也不全然是件坏事。他说“（危机）可以清除系统的腐败因素，高昂的生活成本和奢侈的生活方式也会随之改变。人们会更加勤勉，过更道德的生活”。

受“大萧条”的困扰，经济学家开始研究宏观经济理论，以挑战政府无力遏制经济衰退的悲观论调。对“大萧条”成因的理解，是凯恩斯理论的基础。在《通论》一书中，凯恩斯紧紧抓住了当时流行的一个观点，即“大萧条”根源于价格体系的失效。具体而言，在面对外部冲击时，经济体系的调整并没有通过价格机制，而是通过数量变化来实现，表现为产出和就业率的剧烈收缩（弗里德曼，1974，第5节）。此外，经济权力集中在大企业和工会手中，也让价格变化在很大程度上受制于制度因素，无法将经济导引向均衡状态。

对未来的悲观可以压倒价格体系的作用，这一观点被冠之以“弹性悲观主义”。在货币政策主要经由利率（价格）传导的情况下，这种悲观也会让人们得出中央银行政策低效的结论。在一些经济学家和决策者看来，“大萧条”期间盛行的低利率，就是货币政策无力应对真实扰动的明证。

实际上，就像表3－1所显示的，只要实际利率下降，就足以促成经济复苏。从表4－1可以看到，二战结束后，军费开支和政

府开支都急剧缩减，但就在这种财政刺激退出的情形下，既没有出现经济衰退也没有发生通货紧缩。而且，虽然有大规模的军人复员，失业率在战后初期仍维持在4%以下。在这个时候，战后经济相对稳定的情况，开始让一些经学家在凯恩斯理论以外，寻找新的对“大萧条”成因的解释。

弗里德曼和斯瓦茨（1963a）提供了这样一个新的框架。和凯恩斯一样，这个新框架同样对陈腐的真实票据理念进行了抨击。在弗里德曼的理论中，货币政策的传导主要经由货币数量而非利率，以此来判断，“大萧条”时期所施行的货币政策，就从原来所理解的宽松，变成了极度紧缩。货币主义与凯恩斯主义之间的论战（赫泽尔，2007a）是后来发生的事情，这里先按下不表。一言以蔽之，货币政策在二战刚刚结束时的处境，基本就是个不遭待见的孤儿。

二　战后通货膨胀

古德温和赫伦（1975，第9页）对二战后的稳定政策形成的环境进行了总结：“尚在战争期间，美国人就很担心战争结束会引发衰退。埃尔默·洛普为财富杂志所做的一项调查显示，只有41.0%的受访者认为美国可以‘避免……一次大范围的衰退’。”但实际上，通货膨胀而非经济衰退，成为了战后首要的问题。战争结束后，战时价格控制随之解除，物价水平开始一路高涨。在1946年6月和1947年6月，12个月的间隔，CPI上涨率分为17.6%和9.5%。对此，货币政策没有做出任何反应。

在美国宣布参战之后，1942年春，财政部和美联储就冻结当时的利率期限结构达成一致。所涉及的利率包括，从90天国库券的

表 4－1 二战后宏观经济数据

财年末（年）	军事人员（个）	军事支出/GNP（%）	联邦赤字/GNP（%）	实际 GNP 增速（%）	失业率（%）	通胀率（%）	M1 增速（%）
1945	12123455	38.3	-20.4	4.7	1.9	2.8	16.9
1946	3030088	22.7	-9.2	-19.9	3.9	3.3	8.8
1947	1582999	6.2	2.9	-0.4	3.9	17.6	4.6
1948	1445910	4.2	3.5	4.0	3.8	8.0	0.4
1949	1615360	5.0	0.4	0.4	4.5	-1.2	-0.7
1950	1460261	4.7	-0.8	7.2	6.4	0.8	2.1
1951	3249455	6.8	2.3	9.5	3.9	8.4	4.0
1952	3635912	12.9	0.0	3.1	3.1	2.3	5.4
1953	3555067	13.6	-1.4	5.8	2.8	1.1	3.1
1954	3302104	12.9	-0.3	-3.2	4.4	0.4	0.8
1955	2935107	10.3	1.0	7.4	5.1	-0.7	3.8

注：为每年 6 月 30 日财政年度终了时的数据。军费支出数据来源于统计局历年的美国统计摘要；联邦政府赤字和军事人员的数据来源于统计局的美国历史统计数据；GNP 数据引自巴尔克和戈登（1986）；通货膨胀是 12 个月的平均增长率（从当年 6 月到次年 6 月）；M1 引自弗里德曼和斯瓦茨（1970）；实际 GNP 和 M1 增速分别为 4 个季度和 12 个月的平均增速。

0.375%，到长期国债的2.5%，等等。面对战后出现的通货膨胀，美国政府为何不解除对利率的锁定？根本原因在于，根植于商品货币本位的经历，影响了人们对通货膨胀的认知。

这一认知的核心是，由私人部门（而不是中央银行）行为所引发的价格变化，必然遵循“有涨必有落”的原则。图4－1和图4－2分别列出了美国和英国的物价指数变化情况。从中可以看到，在1812年战争、内战以及第一次世界大战期间，美国的物价水平都经历了大幅上涨，战后则持续回落。而英国在拿破仑战争和第一次世界大战期间，情况也大体类似。从实际的经验看，到第二次世界大战之前，物价水平并没有表现出确定的变化趋势。

根据物价水平在长期内相对固定的事实，真实票据的支持者很自然地将战后的通货膨胀归因于投机行为。在1945年充分就业法案的听证会上，参议员罗伯特·塔夫特（俄亥俄州议员）声称，“我对通货膨胀的定义是，人为地将物价水平推高到并不能长期维持的水平”（古德温和赫伦，1975，第17页）。根据以上的观点，在由资产价格引发的通货膨胀终了时，通货紧缩将无可避免。第一次世界大战结束之后的衰退，以及1920年代繁荣之后的股市崩盘，似乎都证实了这一点。

古德温和赫伦（1975，第44页）援引的一份报告写道“……一个引人注目的说法是，不受抑制的通货膨胀，最终会将经济引向衰退”，这份报告由一些著名的经济学家（如约翰·肯尼思·加尔布雷斯和西摩尔·哈里斯等）完成于1947年。同样是1947年，在建议国会否决一项减税提案的公开信中，美联储理事会（理事会纪要，1947年6月5日，第849页）写道：“通胀压力存续的时间越长，调整越滞后，最后引发的后果也会越严重……严重程度主要取决

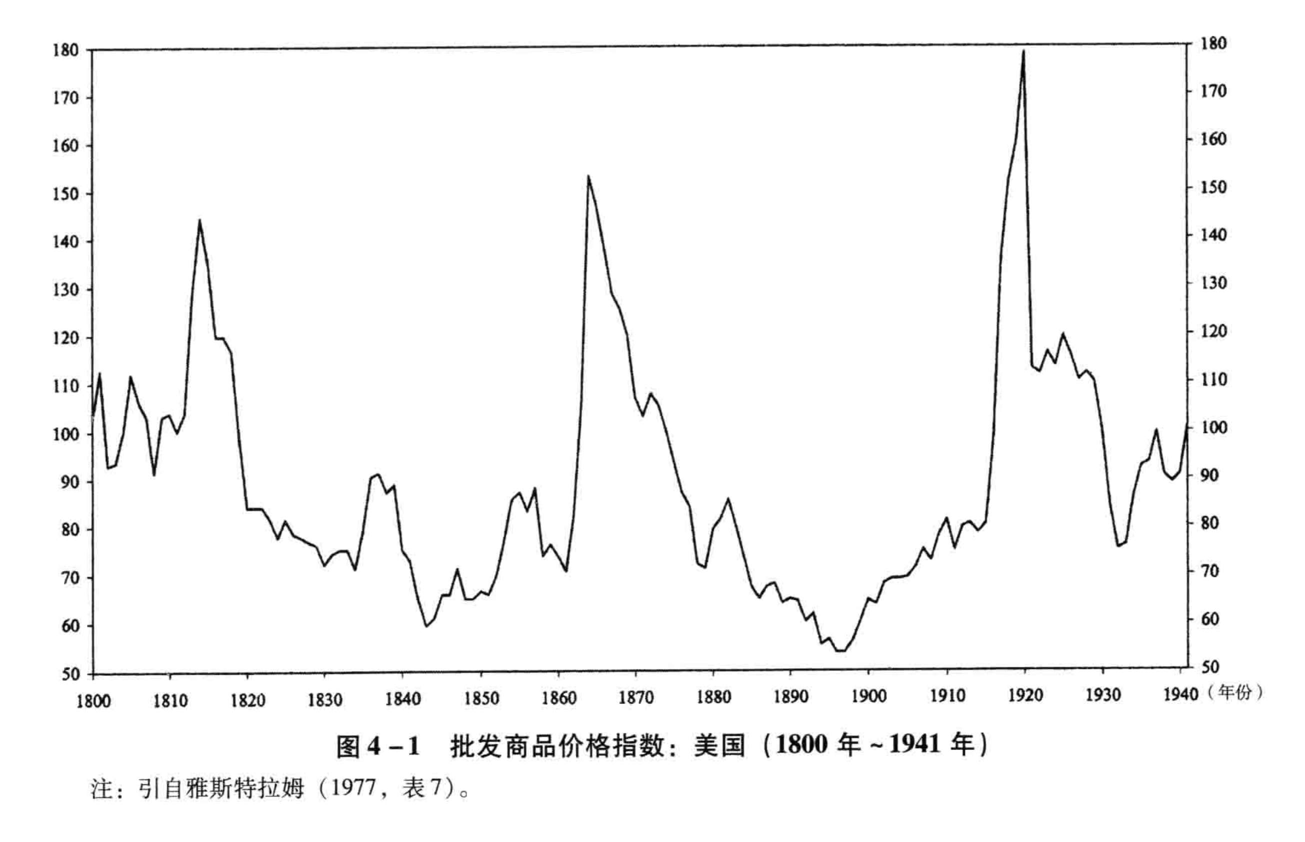


图4－1　批发商品价格指数：美国（1800年～1941年）

注：引自雅斯特拉姆（1977，表7）。

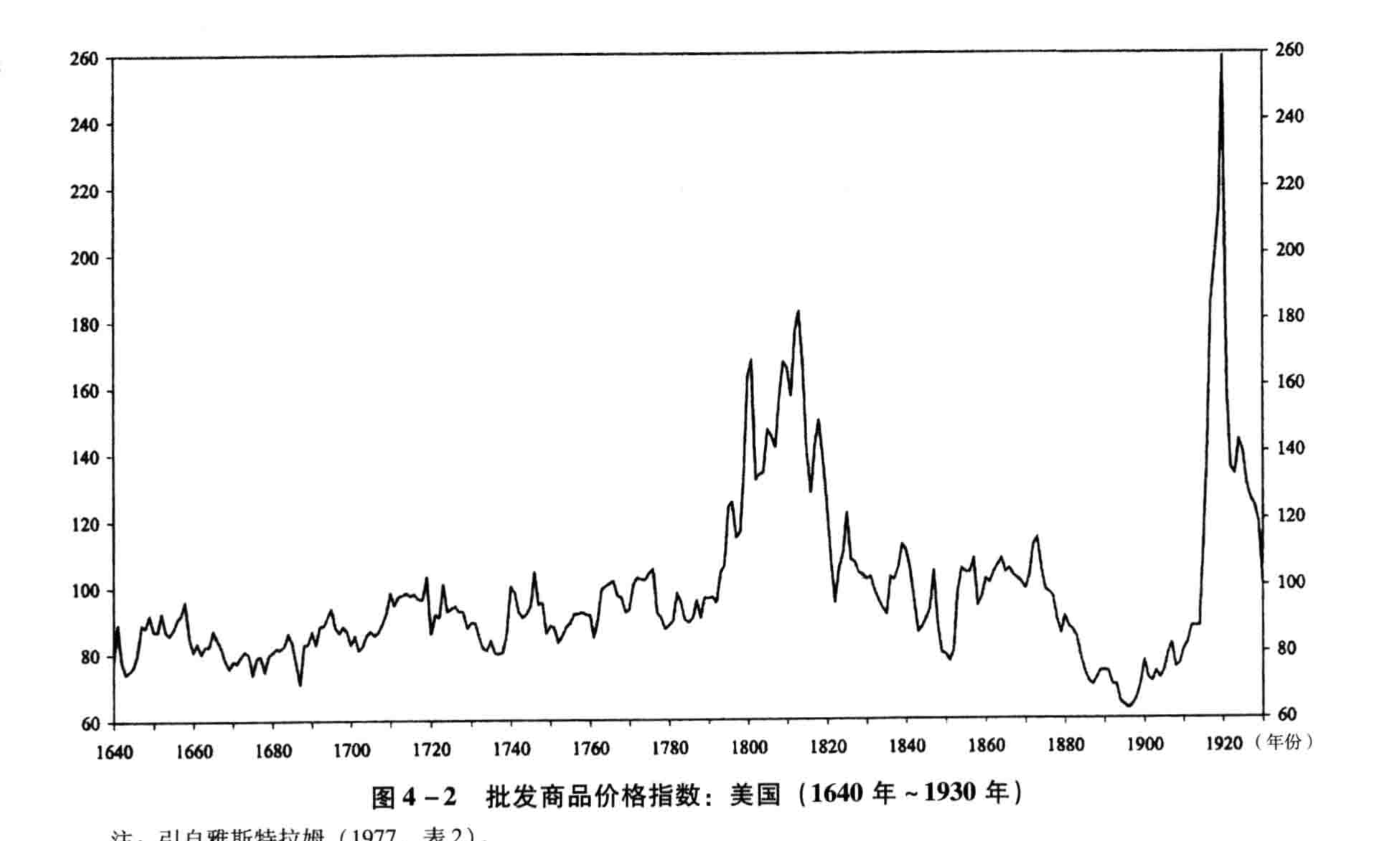


图4－2　批发商品价格指数：美国（1640年～1930年）

注：引自雅斯特拉姆（1977，表2）。

于通胀因素持续多久”。

尽管坚信通货膨胀最终会导致经济衰退，但当时流行的观念同时也认为，中央银行既不能引发通胀，也不可能控制通胀。在货币政策无用的论调下，有关央行独立性以及让其在经济调控中发挥更大作用的讨论，自然也就无从展开。1939 年，美联储公报（1939，第 258 页）登载了一篇文章，对国会要求美联储承担价格稳定职责的提案进行了批评：“经验告诉我们，物价不主要决定于货币数量或其持有货币的成本；要求美联储对货币数量实施控制，是不应该，也是不可能完成的任务。”

当时的货币政策制定者相信，是那些强大的非货币因素决定了物价水平。在给费城储备银行的一封信中，美联储理事会（理事会纪要，1947 年 5 月 28 日，第 881 页）对费城储备银行提出的通过央行政策来遏制通胀的请求，进行了斥责：

> 如果联储系统内部负有政策制定职责的人，也给公众制造印象，认为美联储在为时已晚的情况下仍可以有效抑制通胀，是一件非常糟糕的事情。制造这种印象的结果，并不只是让人们相信货币政策可以有效影响经济那么简单。而是会让那些对货币事务知之甚少的圈外人士，误以为存在某些简单的政策手段，可以很容易地在极其复杂的经济环境中，维持或恢复经济均衡。

从 1947 年 8 月到 1948 年 10 月，美联储和财政部达成一致，开始逐步调高之前锁定的短期政府债利率。背后的动机，是因为价格水平的变动，使固定的 3 个月期国库券利率水平 0.375% 与一年期国债利率 0.875% 之间，在实际收益水平上发生了背离。在这种情

况下，银行将持有的短期债券尽数抛售给美联储，转而投资期限较长的债务工具，结果让美联储几乎成了政府短期债券的唯一持有者。不过，尽管上述情形让短期利率的锁定变得有名无实，但长期政府债券 2.5% 的收益率并未受到怀疑。

对无力影响短期利率的处境，美联储多少有点恼怒，[②]但当时的政治环境，又不容其公开挑战财政部的主导地位。和当时大多数人的看法相同，伊寇斯主席认为，战后的通货膨胀主要是战时积累的巨额财政赤字所致，为此，他敦促国会通过议案，要求政府积累盈余以逐步消除这些赤字（美国国会，1947 年 11 月 25 日）。此外，他还试图寻求国会授权，以阻止银行信贷继续支持对政府债务存量的进一步扩张。他当时主要的目的，是想说服国会进一步提高对银行的法定准备金要求，但基本无功而返。

在写于朝鲜战争爆发以前一篇文章中，时任纽约联储主席的斯普劳尔（1951，第 298 页）表达了一个当时的共识，即除非经历无法忍受的“就业和收入收缩”，货币政策不可能对通货膨胀产生显著的影响。斯普劳尔（1951，第 298 页）还写到，经济衰退在美联储 1936 年和 1937 年提高法定准备金要求后再次抬头，让人们“对信贷政策就此可以广泛应用于遏制通货膨胀的看法，产生了极大的怀疑”。此外，斯普劳尔还持有一个广为人所接受的观点，由于市场中未清偿的政府债务数量庞大，美联储必须要对其出售提供支持，以避免出现“无底的市场”（美国财政部，1951 年年报，第 261 页）。

不过，在现实中，美联储不可能在与财政部的政治争斗中获胜。战争结束时，军费支出占美国名义收入的比重约为 40%。在这种情况下，政治上的主要担心是，和平的最终到来可能会让经济重新面临通货

紧缩的威胁。在费城储备银行建议采取行动控制“信贷膨胀螺旋”时，美联储理事会的回信明确表达了无意改变现状的态度。对此，美联储理事会（理事会纪要，1947 年5 月28 日，第811 页）的逻辑是：

> 这种政策（遏制信贷膨胀）会大大增加债务偿付预算（因推高了国债利率），如果财政部部长面临这一处境……毫无疑问，他会把这个问题提交给总统，而总统，必然又会将其递交给国会……这就是接下来肯定会发生的事情。联储体系“便宜行事”的自由，可能很快被终止。

三　用金本位预期解释衰退

战后，货币领域中一个让人困惑的现象，是货币增速下降与美联储锁定利率所引发的通货膨胀并存（弗里德曼和斯瓦茨，1963a，第577 页）。从1942 年第1 季度到1945 年第1 季度，M1 平均增速为23.7%；从1945 年第2 季度到1945 年第4 季度，增速为10.3%；从1946 年第1 季度到1947 年第4 季度，进一步下降到4.7%；从1948 年第1 季度到1949 年第4 季度，则转为－0.9%。与此同时，通货膨胀因战时管制取消一度暴涨，到1949 年，也开始转入负增长（参见图4－3）。可以肯定的是，凯恩斯主义经济学的观点并不可靠，即今天的通货膨胀，在经反复强化并进入预期后，必然会导致未来实际通胀的上升。因为，如果这一观点真的成立，只要利率一直被锁定，通货膨胀就永远不会下降。但现实中，通缩预期的形成往往紧随通货膨胀的事实表明，实际利率在通胀过程中或许是上升的，这个假定也适用于1948 年11 月和1953 年7 月开始的经济衰退。

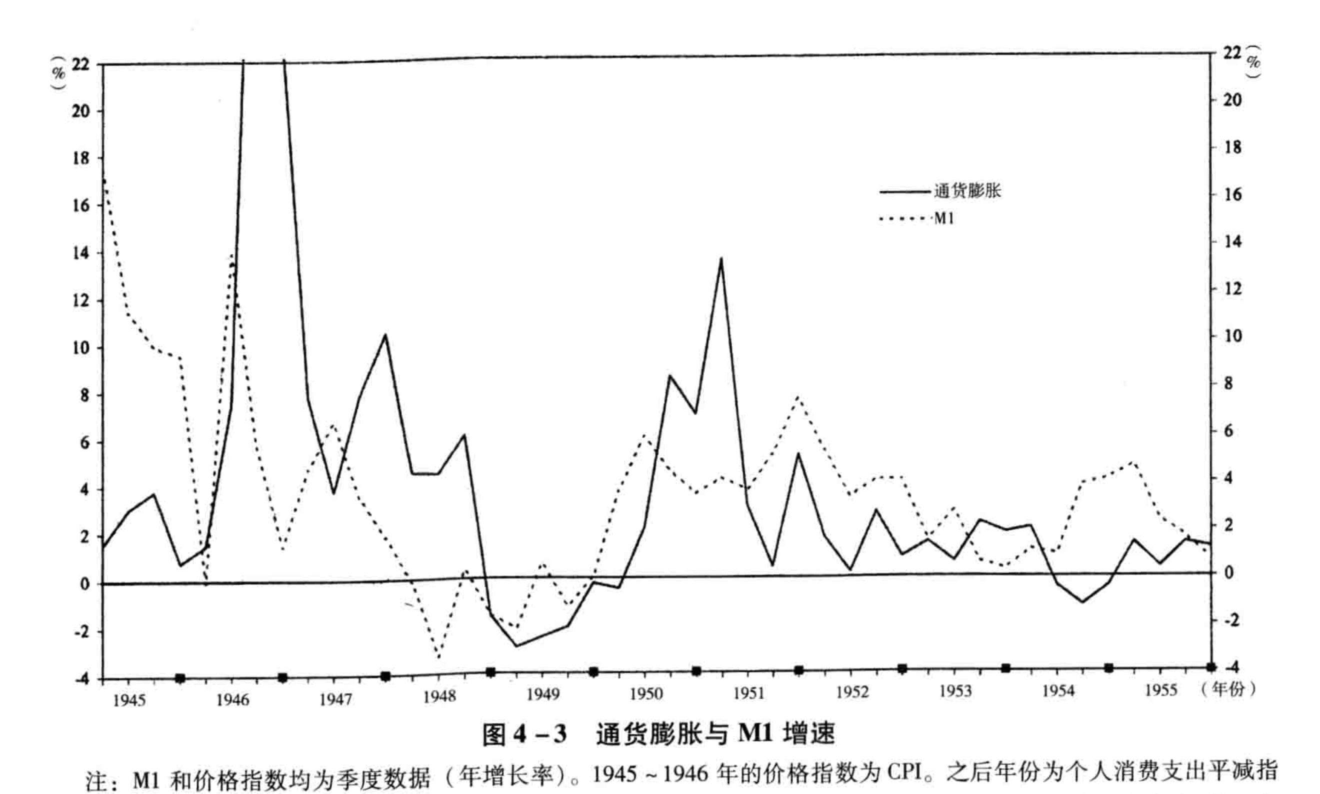


图 4-3 通货膨胀与 M1 增速

注：M1 和价格指数均为季度数据（年增长率）。1945～1946 年的价格指数为 CPI。之后年份为个人消费支出平减指数。1946 年第 3 季度和 1946 年第 4 季度的通货膨胀分别为 39.3% 和 22.9%。M1 数据转引自弗里德曼和斯瓦茨（1970）。横轴上■代表当年的第四季度。

在二战后的时期，正是通货膨胀引发了通缩预期。对此，弗里德曼和斯瓦茨（1963，第560页和第584页）写道：

> 当时，流传最广的一个预期是，物价将会在战争结束后下降……虽然这个预期看起来毫无道理，但也只能在事后才能得到验证……公众在1946年到1948年期间的行为方式，似乎已经形成了通缩预期……在那时，对通货膨胀的主要担心，就是……“有涨必有落”的观念，今天的物价涨得越高，未来的价格回落也会更剧烈。

1947年4月21日，杜鲁门总统（转引自古德温和赫伦，1975年，第41页）在一次演讲中指出：“对抗不景气、促成经济复苏，有一个万试万灵的方法，就是将物价维持在高于正常的水平。以避免出现购买停止、产出下降、失业率上升、价格下跌、利率下滑以及企业破产的通缩螺旋。”从1946年2月起，杜鲁门开始逐步取消战时物价管制，到10月全部完成。终结管制唯一也是最重要的原因，是家庭主妇们在货架上找不到汉堡后的愤怒抱怨。讽刺的是，多年后，尼克松政府反其道而行，重操管制手段，竟然基于完全相同的理由（古德温和赫伦，1975，第34页）。管制取消后，物价陡然腾贵（参见图4－3）。1946年第3季度和1946年第4季度，CPI上涨率分别达到了39%和23%。根据美联储的消费者金融调查（SCF），在1946年初价格管制取消之前，只有8%的居民认为物价将下降，而53%的居民预期物价将上涨。[③]到1947年初，在通货膨胀随价格管制的退出如约而至时，46%的居民预期物价可能下跌，而只有13%的居民认为其还会继续上涨（美联储理事会，1948，

第1357页)。这是个很有意思的现象,现实的通货膨胀给公众带来了预期上的“通缩恐慌”。

图4-4对比了费城储备银行“利文斯顿调查”(Livingston Survey)与实际通货膨胀的数据,该调查一年两次,用以搜集主要经济学家提前一年的CPI预测信息。在二战后的五年中,对经济学家的调查显示出了对通货紧缩的预期,尽管(或许是因为)当时通胀正在抬头。图4-5比较了市场利率,以及用“利文斯顿调查”数据作为通胀预期计算出的实际利率水平。可以看到,1946年末和1947年中的实际利率分别为6.5%和8.0%。较高的实际利率,随之导致了货币增速的放缓以及实际产出的下降。[4]

1948年,通货紧缩预期再次出现(参见图4-4),经济在1948年11月达到一个周期性顶部后,因实际利率上升(参见图4-5)开始转向衰退。用“利文斯顿调查”数据估算,实际利率从1947年末的1.6%,上升到了1948年中的2.6%,到1948年末,进一步上升到3.9%。与实际利率上升同时出现的,是货币增速放缓(参见图4-3)。[5]就货币增速放慢是否导致了这次衰退,研究上还有争议。但二战后高企的实际利率,已经可以解释,为何在美联储把名义利率锁定在较低水平的情况下,1948年第3季度后依然发生了通货紧缩。

进入1950年代,货币增速放缓的情况有所改变。从1948年8月到1950年1月的一年半中,CPI指数只下滑了4.1%。相对温和的降幅缓解了通缩预期,进而降低了实际利率。到1950年5月,实际利率已下降到1.2%(参见图4-5)。

1950年秋天,朝鲜战争升级,通货膨胀汹涌而至。对爆发第三次世界大战的担忧,引发了全球性的商品价格飙升。与此同时,面

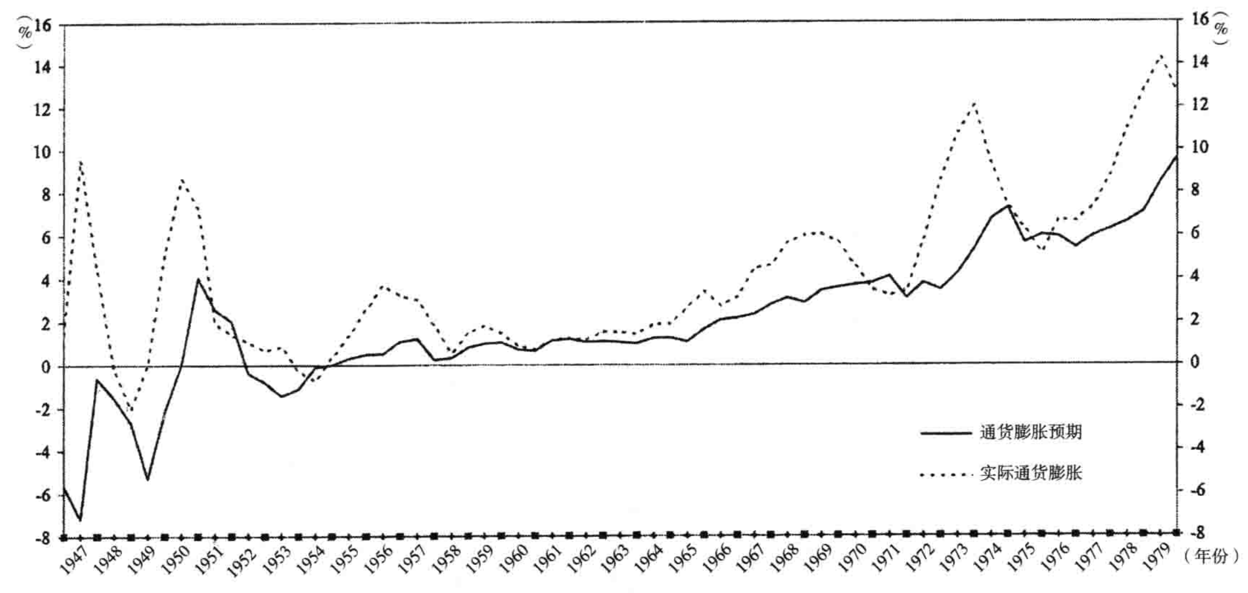


图4－4　利文斯顿调查：通货膨胀预期（提前一年）与实际通货膨胀

注：通胀预期是利文斯顿调查（一年两次）的平均值。目前，费城储备银行仍继续着这项调查，调查结果分别在每年的6月和12月公布。通常，问卷会在5月初和11月初就寄送给被调查者，这意味着，6月公布结果涵盖了从当年5月到来年6月的13个月期间，12月公布的结果则涵盖了从当年11月到来年12月的13个月期间。6月公布的通胀预期与从当年5月到来年6月的实际通胀率相对应，11月公布的通胀预期则与从当年12月到来年12月的实际通胀率相对应（参见本章附录，“各种实际利率估算”）。横轴中的竖线代表当年6月，■代表当年12月。

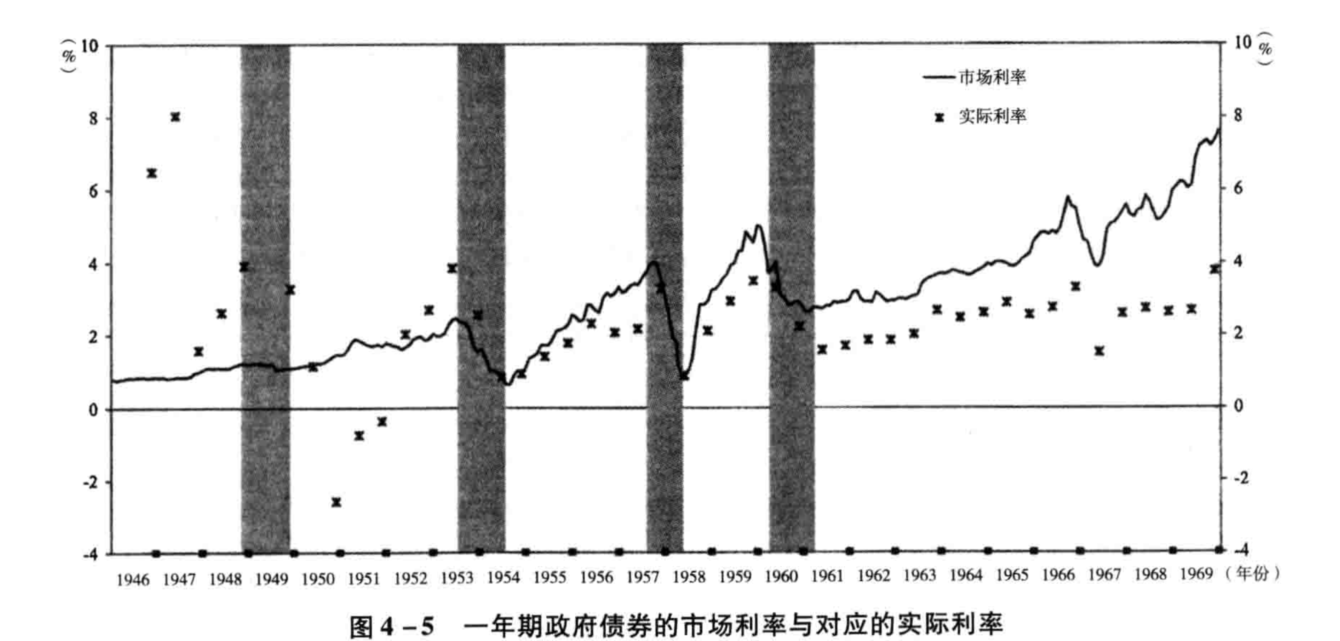


图 4-5　一年期政府债券的市场利率与对应的实际利率

注：市场利率为美国政府债的月度数据，来自美联储理事会“纽约市短期公开市场利率”（1976）和银行与货币统计（1941～1070 年）；到 1957 年 7 月前，用的是“9～12 个月”债券的利率；之后，用的是“一年期国库券”利率。实际利率等于市场利率减去“利文斯顿调查”公布的通胀预期，参见图 4-4 的注解。阴影部分是经济衰退时期。横轴上■代表当年 12 月。

对重启价格管制的可能以及耐用品的匮乏，消费支出也陡然增长。1951 年第 1 季度，通货膨胀最高达到了 14%。尽管在 1951 年 3 月与财政部达成协议后，美联储重新获得了调升利率的权力，但朝鲜战争才是当时经济中压倒一切的决定因素。[6]从数据上看，这一时期中，实际利率的波动远较市场利率剧烈（参见图 4－5），这说明，公众通胀预期的变化已彻底压倒了主动货币政策行动的影响。

到 1951 年末之前，通货膨胀曾有所减弱并一度停止，这似乎再次证明，价格上涨之后，必然紧跟着会有下跌。相应地，通缩预期也有所抬头（参见图 4－4）。消费者金融调查（SCF）显示，在 1953 年初，17% 的消费者认为物价会上涨，而 31% 的消费者预期价格会下降（联储理事会，1954，第 249 页）。通缩预期抬高了实际利率（参见图 4－4 和图 4－5），而这又导致了货币增速的下降（参见图 4－3）。M1 的季度增长速度，从 1952 年的 4.15% 下降到 1953 年前两个季度的 2.2%，而到了 1953 年的后两个季度，进一步降至 0.5%。此轮商业周期的波峰，出现在 1953 年 7 月。

从 1953 年这次衰退开始，美联储开始尝试实施逆周期的货币政策。1951 年，财政部和美联储达成协议时，3 个月期国库券的利率为 1.5%。一年后，美联储开始调升利率，1953 年 6 月初，该利率触及 2.3% 的阶段性高点。之后，随着经济衰退的开始，美联储转向调低利率，到 1954 年的周期性波谷时，3 个月期国库券利率已降至 0.6%。在这个阶段中，主动的货币政策操作开始压倒通胀预期的变化，成为实际利率决定的主导性因素。自此，将货币政策应用于经济稳定的“逆风而行”时代，正式拉开了序幕。

附录：各种实际利率估算

实际利率（“利文斯顿调查”）

（参见图4－4和图4－5）。“利文斯顿调查”始于1946年，由费城储备银行发起并负责实施，至今仍在持续。该调查在每年6月和12月公布两次，调查对象为50位商业经济学家，调查内容主要是6个月期和12个月期的CPI预测值。对调查结果的处理方法，基本遵循了卡尔森（1977）的意见。卡尔森认为，问卷在11月初被送出，此时调查人应已知悉10月的通胀数据。因此，被调查人所回复的CPI预测值，应该是8个月期（从10月到来年6月）的年化增长率。以此类推，12月所公布的对下一年度的CPI预测，就是14个月期（从10月到来年12月）的年化增长率。

实际利率（霍伊预测）

（参见图14－2）理查德·霍伊（1991）在替一些著名企业进行“决策者调查”时，也不定期地搜集通胀预期的数据，这些著名的企业包括培基证券、华宝证券、德崇证券以及巴克莱左威特等。从1978年9月起，该调查首先开始搜集10年期通胀预期数据。1980年10月（差不多一年之后）开始涉及期限更短的通胀预期。被调查的人数在175人至500人之间变动，主要以首席投资官、财务总监、资产组合管理者、产业分析师和经济学家为主。调查的日期以问卷回答寄出的时间为准。此项调查在1991年3月一度中止，1993年3月再度重启，5个月之后完全停止。

实际利率（费城储备银行预测）

（参见图 14－2）每个季度，费城储备银行都会对专业预测者进行调查。该项调查早前由美国统计学会和国民经济研究局联合开展，始于 1968 年第 4 季度。1981 年第 3 季度，该调查开始搜集 4 个季度的 CPI 通胀预测数据，1991 年第 4 季度，开始搜集 10 年期 CPI 通胀预测数据。

实际利率（绿皮书预测）

（参见图 8－3）在这种估算方法中，实际利率等于商业票据利率减去绿皮书公布的通胀预测。在美联储工作人员为 FOMC 会议所准备的绿皮书中，包含有国民收入和产出账户（NIPA）的预测数据。绿皮书实际利率涉及的期限，在一到两个季度之间不等。商业票据利率用的是交易商报出的最优惠非金融企业票据利率（A1/P1），数据时点与绿皮书发布的时间相一致。从 1965 年到 1969 年，票据利率的数据主要来自美联储发布的“商业票据”统计。之后，则来自美联储理事会的 FAME 数据库或彭博系统。从 1965 年到 1971 年 4 月，票据利率转为使用 4 个月到 6 个月期的商票利率。之后的时期，如果从绿皮书发布日到下个季度末的时间间隔短于 135 天，便使用 3 个月期票据利率，否则使用 6 个月的票据利率。

1992 年 8 月以前，通货膨胀预测主要用于内含 GNP（1992 年之后开始使用 GDP 数据）平减指数的调整。之后用于固定权重的平减指数，直到 1996 年 3 月。再往后，则开始用 GDP 连锁加权的价格指数。从绿皮书发布日到下季度末的加权平均通胀率，可以根

据绿皮书对当期和下季度末的通胀预测计算得出。当前季度的权重分配，等于当前季度剩余天数除以绿皮书发布日到下季度末的全部天数，下季度的权重分配，则等于该季度的天数除以绿皮书发布日到下季度末的全部天数。用市场利率减去以上计算出的加权平均通胀预期，即可得到实际利率。

在 1960 年代，FOMC 每年召开的会议通常在 12 次以上。比如，1965 年的会议次数就达到了 15 次。在制作到 1978 年的月度实际利率数据时，如果有些月份，FOMC 召开的会议在一次以上，就以第一次会议的数据为准。1979 年，FOMC 只召开了 7 次会议（1979 年 10 月 6 日的会议，事前并无计划。所以这一天没有绿皮书，实际利率也未予计算），1980 年则召开了 11 次会议。从 1981 年起，FOMC 每年只召开 8 次会议，并形成惯例。因此，从 1979 年开始，绿皮书实际利率的频率要少于月度数据。

从 1965 年 11 月的会议开始，绿皮书首次报告对通货膨胀的预测，与之相应，绿皮书实际利率数据也始于 1965 年 11 月。到 1968 年 11 月前，对一个季度中前两个月召开的会议，提交的绿皮书通常只包含对当前季度的通胀预测。由于这个原因，随后一个会议日所计算出的实际利率，只适用于到当前季度末的期间，而不是到下一个季度末的期间：1965 年 11 月 23 日、1966 年 1 月 11 日、1966 年 2 月 8 日、1966 年 4 月 12 日、1966 年 5 月 10 日、1966 年 6 月 7 日、1966 年 11 月 1 日、1966 年 12 月 13 日、1967 年 1 月 10 日、1967 年 7 月 18 日、1967 年 10 月 24 日、1967 年 11 月 14 日、1968 年 1 月 9 日、1968 年 2 月 9 日、1968 年 4 月 30 日、1968 年 5 月 28 日、1968 年 7 月 16 日、1968 年 10 月 8 日、1972 年 10 月 17 日，以

及1972年11月20～21日。以上这些时点，计算实际利率所使用的利率期限在1～3个月。在其他时点，期限则在3～6个月。正因为这个原因，实际利率的某些变动可能源自利率期限的调整。之所以做这种调整，是因为FOMC在每个季度所召开的会议次数并不固定，但绿皮书通胀预测却按季度提交，两个期限不完全对应所致。具体可参见达林和赫泽尔（1995）对数据序列的讨论。

实际利率（全球洞察预测）

（参见图14－2）该估测为月度数据。一年期实际利率等于，一年期政府固定收益债券的到期收益率减去4个季度期的通胀预测。到期收益率数据来自美联储理事会发布的“精选利率”统计信息。通胀预测数据来自全球洞察预测提供的美国经济展望，“美国经济摘要”部分。由于对给定日期的通货膨胀预测，都在前一个月末做出（比如，在上年12月末对1月确定日期的通货膨胀进行预测），所以，在估算实际利率时，利率与通胀预测的配对规则，是用上月最后一个工作日的利率减去本月给定日期的通胀预测值。对一个季度的前两个月，4个季度期预测的起始时间为该月份所在的季度。对一个季度的最后一个月，4个季度期预测的起始时间则为下一个季度。1996年，NIPA的基准数据修订，偶尔有把月末数据换成下月初前几天数据的情况。因此，通胀预测值也相应推后。在基准数据有调整的情形中，利率数据的时期需要与NIPA相匹配。最初，通胀预测主要用于名义GNP的隐含折算，从1992年8月起，开始用于固定加权GDP平减指数计算，1996年2月，开始使用于连锁加权GDP平减指数。具体可参见达林和赫泽尔（1995）对数据序列的讨论。

第五章　马丁与“逆风而行”的政策

从1951年财政部与美联储达成协议之后，到1960年代中期，物价水平总体上都比较平稳。是什么样的原因导致了这种稳定呢？

一　从真实票据到“逆风而行”

二战后，货币政策制定者逐渐摒弃了之前流行的观念，即所有经济衰退都是过度投机的必然产物，转而将通货膨胀归因于超额总需求的存在。促成这一转变的是战后实际经历，物价水平在管制取消后上涨，但之后并未像多数人预期的那样回落。显然，资产投机并不是这个时期通货膨胀的主要原因。正如当时美联储主席伊寇斯（美联储纪要，1947年11月8日，第1575页）指出的“即使用于生产目的的信贷，如果增加了对劳动力和短缺原材料的需求，也会产生通胀压力”。

1950年秋，朝鲜战争升级，政府支出大幅增加，物价也急速攀升（参见图5－1）。在这种情况下，如果美联储继续锁定利率，就意味着要把巨额的政府债务货币化，这当然对通货膨胀起到了推波

助澜的作用。这个时期的经历，让美联储清楚地认识到了中央银行（而不是私人市场）控制准备金创造的重要性。和第二次世界大战一样，朝鲜战争也推动了美联储的观念转变，开始把超额需求（而不是投机）视为引发通胀的首要原因。

与财政部达成的协议（即免除美联储锁定国债利率的职责）是美联储发展史上的一个分水岭。一直占据主导的观念，即中央银行只能在被动“适应商业需求”的原则下调节货币供给，就此不复存在。美联储开始转向新的操作思路，通过调节短期利率来控制总需求和通货膨胀。对此，伊寇斯主席（美国国会，1951 年 1 月 25 日，第 158 页）在国会做证时，指出：

> 只要还负有锁定利率的职责，美联储就不得不在市场上买入所有超售的政府债券，这意味着我们随时准备无限制地创造新的银行准备金。这种政策方式，让整个银行系统，在美联储体系的支持下，变成了一个彻头彻尾的通胀发动机。

此外，在（FOMC）会议上，伊寇斯（FOMC 纪要，1951 年 2 月 6 日，第 50～51 页）再次表示：

> 是我们，把公众持有的政府证券兑换成了货币，并引发了货币供给的扩张……不客气地说，我们是唯一应该为这次通货膨胀负责的人。不要抱怨赤字融资，财政部一直都维持着预算盈余，配给和价格管制手段无能为力，是因为当前所面临的是货币性通货膨胀。FOMC 是唯一有能力遏制和结束货币过快增长的机构。

二战以后，世界范围出现了一个共识，认为政府应该承担管理

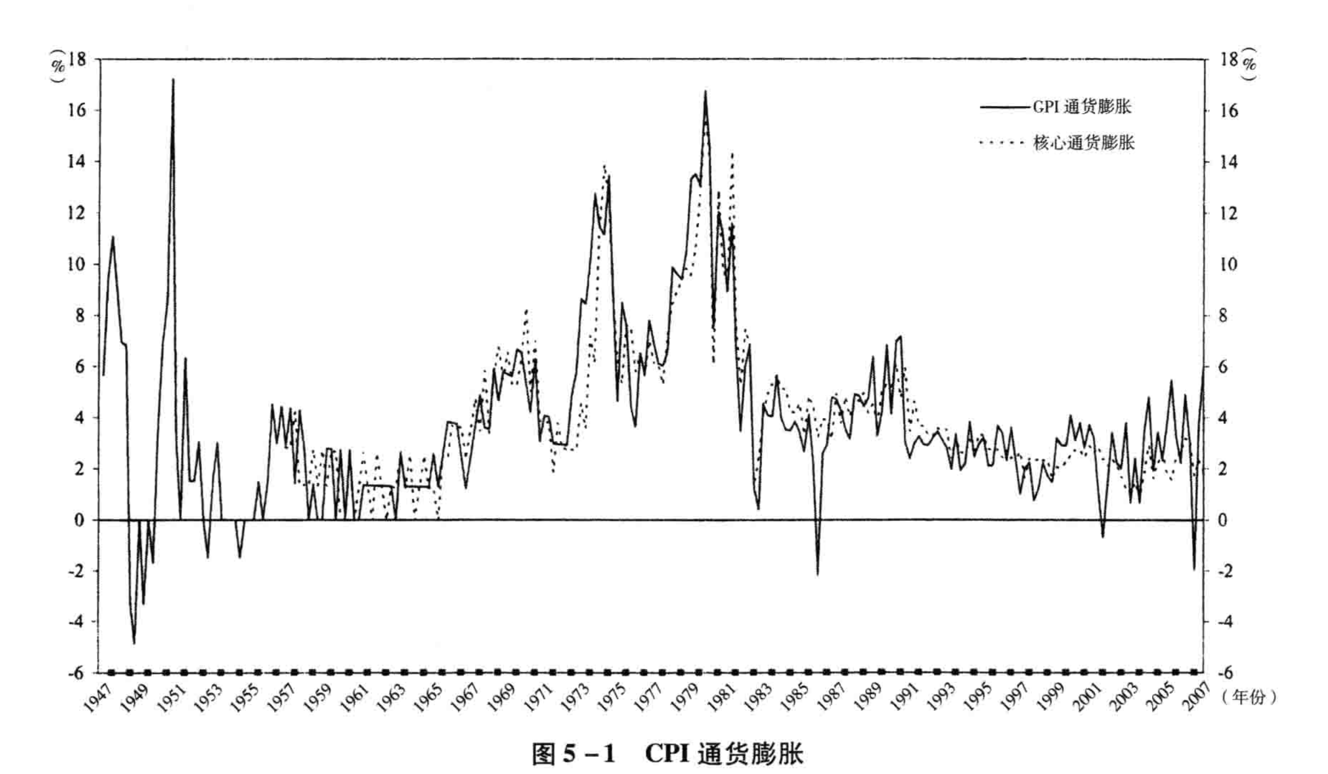


图 5-1　CPI 通货膨胀

注：CPI 年增长率的季度数据。核心通胀数据始于1957年，由CPI剔除食品和能源价格变化得到。横轴上■代表各年的第四季度。

总需求的职责。不过，根据凯恩斯主义的观点，该职责应属于财政政策的范畴，货币政策仍未进入经济学家的视野。在与财政部达成协议之后，终于挣脱束缚的美联储开始全力投入货币政策的创造与规划。事实上，从1933年初以来，美联储就没有实施过常规的货币政策。在1953年衰退后和1956年通货膨胀再度抬头期间，马丁的政策思路开始成形。为应对1953年的衰退，美联储创造出了“逆风而行”的决策原则，在这一原则中，调整短期利率的主要目的是维持总需求稳定，而不在于抑制资产价格的投机性波动。在经济复苏过程中，要应对通货膨胀，美联储需要提早采取先发式的利率调整。

马丁“逆风而行”的理念，源自战后经济学理论研究的成果。至于先发式政策，则可能源自早前金本位制度的经验。在金本位制度下，物价水平具有一个“正常”值。不可持续的投机性繁荣可能会导致物价偏离其正常水平，但随后的回调也不可避免。因此，要遏制通货膨胀，货币政策必须先阻止投机性繁荣的发展。在FOMC执行委员会于1954年11月召开的会议上，马丁（FOMC会议纪要，1954年11月9日，第332页）指出：“他已经开始意识到，FOMC的宽松货币政策助长了投机心理……有迹象表明，对于1955年的经济前景，企业家中间弥漫着过于乐观的情绪，这对他们可能是件很危险的事情。”尽管马丁在一个过时的框架（即金本位）中形成了先发式政策的观念，但将稳定物价（而不是资产价格）作为政策重点所带来的改变，对现代中央银行的运行产生了深远的影响。

从1951年11月到1956年3月，美国CPI基本维持不变，但在1956年中期到1957年中期，CPI上涨了3.5%。为恢复价格稳定，

FOMC 调高了利率。1957 年 8 月，不顾纽约联储主席阿尔弗雷德·海耶斯（FOMC 会议纪要，1957 年 7 月 30 日，第 456～457 页）之前的请求，美联储理事会毅然提高了贴现率。海耶斯认为：

> 全年来看，货币供给的净增量不会太多……我们需要认真考虑，如果因经济衰退和高失业遭到抨击，会给美联储带来怎样的后果……在我看来很清楚的是，目前这种审慎性操作，会持续阻碍全国范围内银行信贷和货币供给的扩张，并任由流动性下降对经济产生不利影响。

应该承认的是，鉴于 1957 年 8 月就是此轮周期的高点，这次调高贴现率的时机选择并不成功。

美联储与艾森豪威尔政府就物价稳定的优先性达成了一致。马丁（美国国会，1959 年 2 月 6 日，第 467 页）在国会做证时，表示要“与货币价值贬损做斗争，因其会危及自由体系”。艾森豪威尔在 1959 年的总统经济报告（第 5 页）中写道：“要实现强劲和持续的经济增长，一个不可或缺的条件是，人们对美元未来价值的稳定有坚定的信心。”

1954 年的周期见底之后，1955 年，艾森豪威尔政府反通货膨胀的立场，比美联储还要激进，这反映出决策者与美联储在物价稳定优先的问题上已形成了共识（哈格雷夫和莫利，1984，与伯恩斯的会谈，第 104 页）。巴赫（1971，第 94 页）也写到了伯恩斯，当时担任总统经济顾问委员会（CER）的主席：“1955 年初，伯恩斯、汉弗雷（财政部部长）和艾森豪威尔一致认为，通货膨胀再次抬头是最重要的问题，而且当时的经济增长速度也不可持续。但到

1956 年之前，美联储对这个判断都持有保留意见。”

亚瑟·伯恩斯（伯恩斯和萨缪尔森，1967，第 80 页）概括了 1956 年通胀冒头后的共识，就是应采取更激进的政策，以将通胀遏制于萌芽状态：

> 在经济回稳的情况下，1958 年融资的快速增长及其引发的担忧，坚定了政府控制超额需求和抑制通货膨胀的决心……对之前的扩张，因政策反应太过迟缓而收效甚微，这次他们随时准备、全速以赴。

伯恩斯（伯恩斯和萨缪尔森，1967，第 7 页）还描述了当时对通货膨胀压倒性的关注：

> 在经济增长强劲的时期出现巨额财政赤字（1959 年 6 月结束的财政年度），让人们对政府的金融政策产生了不信任……而在 1957 年至 1958 年经济衰退时期，批发价格指数……实际上仍在上升，这给那些认为我们生活于通货膨胀时代的论点，又添了一把火。另外，美国经常账户恶化，也强化了对未来的悲观预期。1958 年中……我们的黄金储备下降了 20 亿美元。更糟糕的是，之前看起来对美国金融体系抱有无限信心的外国投资者，也不时表达出对美元未来价值可靠性的怀疑。

在与财政部达成协议之后，美联储就一直在促进政府债券市场的发展，并最终将其培育成可以充分传递参与者情绪及各种信号的自由市场。1958 年，美联储经历了一次“通货膨胀恐慌”（参见图 5－2）。1957 年 8 月，经济周期见顶，FOMC 大幅调降了短期利率

（参见图5－2和图5－3）。与之相应，3个月期国库券收益率从1957年10月3.7%的峰值，迅速跌到1958年5月末的0.6%。长期国债利率则在1958年4月和5月，跌至3.1%的水平，不过，到10月时反弹到了3.8%，这完全是一个意料之外的回升。而与此同时，美国也遭遇了黄金流出的压力。面对这些情况，美联储和政府一致认为，金融市场对政府维持物价稳定的意愿缺乏信心。[①]

债券收益率刚开始上升，FOMC就迅速做出了反应，并在8月初启动了利率调升。对此，马丁（美国国会，1959年2月6日，第462和第467页）在国会做证时说道：[②]

> 大致在这个时期（1958年夏天），通货膨胀预期开始蔓延。货币市场利率突然向上……反映出，投资者要求一定的利率溢价来覆盖可能的购买力损失……政府债券市场上的经历……是通货膨胀影响金融市场的一个典型案例。随着人们把这种预期纳入工资、物价、消费以及投资的决策，通货膨胀预期最终被自我实现。

1958年4月经济周期低谷与随后的短期利率调整之间，几乎没有时间上的滞后。

从1959年7月到1961年1月的一年半之间，货币存量（M1）下降了2%（参见图5－4）。1960年4月，经济开始陷入衰退。紧随而至的两次经济衰退，对缓和通胀心理起到了一定作用（伯恩斯和萨缪尔森，1967，第9页）。1960年至1964年间，债券利率一直维持在4%的水平。1960年代的扩张性货币政策，就此在一个物价预期稳定的环境中展开。

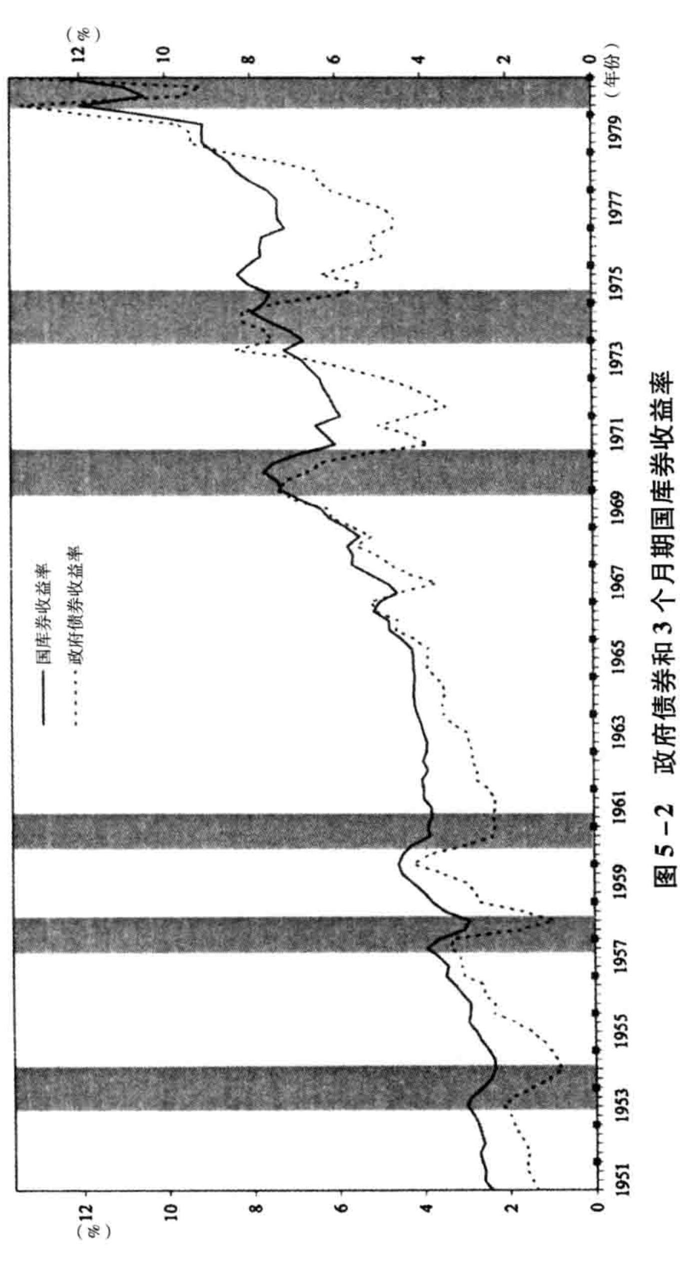


图 5－2　政府债券和 3 个月期国库券收益率

注：1951～1953 年期间的政府长期债收益率来源于美联储理事会（1976）《银行与货币统计，1941～1970》。1953 年第 1 季度之后的数据为 10 年期固定利率美国国债的到期收益率，来源于美联储理事会统计公报 G13 “代表性利率”。图中阴影部分代表经济衰退期。横轴上■代表当年的第四季度。

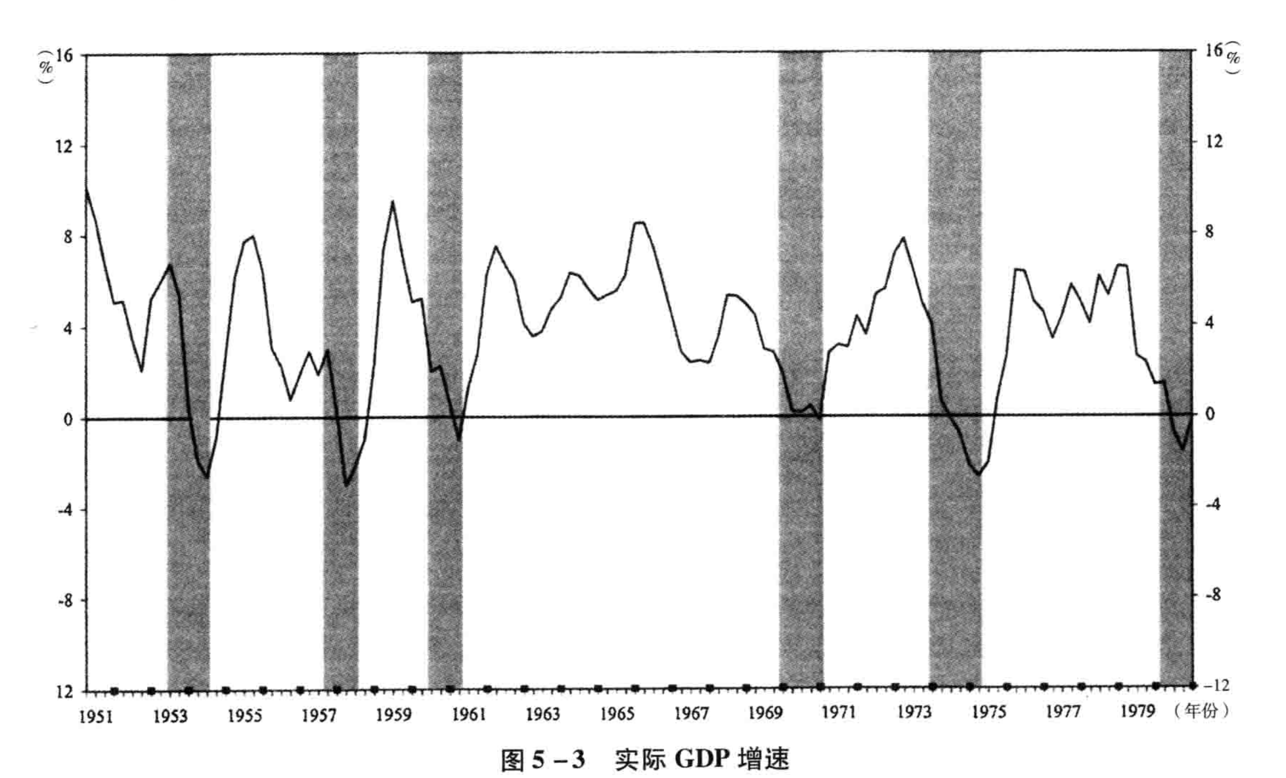


图 5-3　实际 GDP 增速

注：实际 GDP 季度增速（以 1996 年美元为连锁基期）。阴影部分代表经济衰退期。横轴上的■代表当年的第四季度。

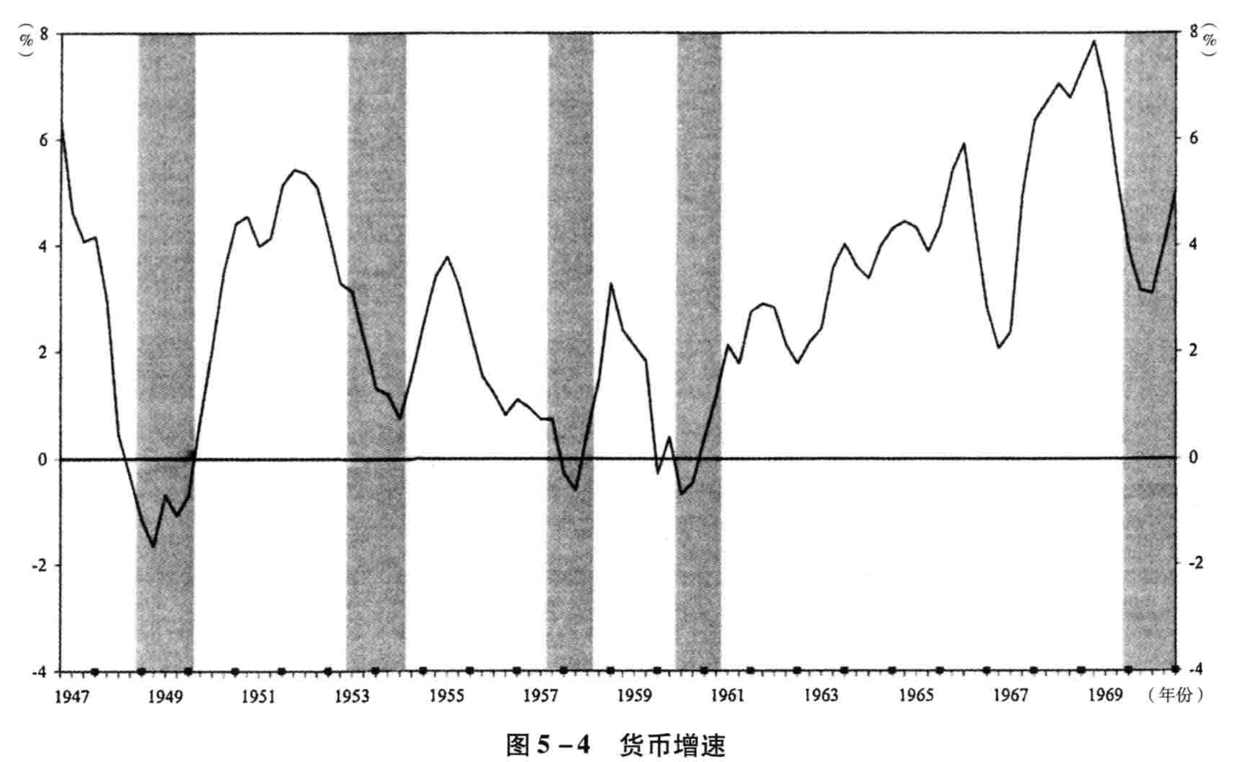


图 5-4　货币增速

注：季度数据，M1 年均增长速度。阴影部分代表经济衰退期。横轴上的■代表当年的第四季度。

二 马丁与现代中央银行的创立

对经济学家而言，马丁看来起来有点守旧，他更喜欢用比喻的方式（而不是模型）来表达自己的观点。但即使如此，正是他，为现代中央银行的运行奠定了基础。针对凯恩斯主义认为货币政策无效以及通货膨胀不是货币现象的观点，马丁提出了质疑。当他还是FOMC主席时，马丁在这场观念之争中落败，但在后来的沃尔克时期，美联储重新接受了他的理念。在摒弃了“频繁扩张－紧缩”的政策模式后，马丁理念中的一些特征，在沃尔克时代再次得到了复兴，这些特征包括：以物价稳定优先的政策来实现经济稳定，以及用先发式政策维护价格稳定。

在为自己的观点辩护时，马丁时常不自觉地引用根本站不住脚的真实票据论点。比如，在解释1958年提高利率的决定时，他的理由是，过度的通货膨胀必将导致通货紧缩，因此需要尽早加息，以免通胀的蔓延。[③]马丁（美国国会，1958年2月6日，第384页）坚信，考虑到1957年通货膨胀的严重程度，“经济衰退是……不可避免的”。但在政策实践层面，马丁与“真实票据原则”背道而驰。在真实票据观念中，遏制资产价格“不可持续的”上涨，是避免经济衰退和通货膨胀的前提，但在马丁看来，维护物价稳定才是所有问题的关键所在。

凯恩斯主义把二战期间的经历，作为政府支出可以实现充分就业的证据。但在马丁看来，固定利率导致的政府债务货币化，人为抑制的通货膨胀，以及破坏价格体系运转的直接管制等，才是导致充分就业的真正原因。[④]对于二战后经济并未重现衰退，马丁认为，

主要应归功于自由市场体系创造了大量的投资机会。对此，他还提到了 1942 年他在苏联推行土地租赁项目时的旧事。当时他试图说服他的苏联朋友，美国之所以能源源不断地生产出吉普车，正是依赖自由市场的结果。当然，他的说教并没有成功。

由于“大萧条”时期的低利率政策没有对总需求起到明显的刺激作用，凯恩斯主义学者始终没有把货币政策视为一种有用的工具。通常来说，他们也认为，价格体系在资源配置方面的效率乏善可陈。针对这些论点，马丁则引证了自己战后在财政部的工作经历。他向财政部部长斯奈德建议，让英国通过货币贬值来应对其面临的对外汇危机（布雷姆内，2004，第 5 章），这直接挑战了英国财政部不把将汇率当作一种价格的观点。

在为货币政策的有效性辩护时，马丁指出，和汇率一样，利率也是一种价格。市场既然对汇率波动敏感，那也同样应该对利率变化敏感才对。如果这一推论成立，中央银行就可以通过控制信贷创造对利率的影响，来实现对通货膨胀的调控。与凯恩斯主义观念不同的是，马丁还认为，中央银行无须把利率抬高到可能引发经济衰退的水平，就可以控制通货膨胀。支出之所以会对利率变化做出反应，其原因在于，利率作为一种重要的价格，对投资的未来回报有着至关重要的影响。

在信贷扩张与经济增长基本相适应的情况下，利率变化就会向有助于宏观经济和物价水平稳定的方向发展。基于此，马丁将 1953 年的经济衰退归咎于美联储未能提供足够的信贷支持，将 1956 年的通货膨胀归咎于未能有效遏制信贷的扩张。此外，马丁极其强调预期的重要性，认为其是价格制定的决定性因素，并坚信中央银行

可以对通胀预期进行管理。他还经常提及“信心”一词，其含义与1980年代中央银行家使用的“可信度”如出一辙。最后需要提及的是，马丁坚决反对通货膨胀可以降低失业率的观点。

三　艾森豪威尔保守主义

在与财政部达成协议之后，美联储的自主性大大增强，并重获调控通货膨胀的能力。不过，美联储仍然需要做出决断，是自行实施该项权力，还是寄望于政府来控制物价。在前文曾提及的讲话中，马丁表达出对自由市场的信任，特别是认为，利率机制可以有效地匹配供给与需求。据此，美联储可以通过控制货币和信贷创造，来实现对通货膨胀的调控。这种政府应通过货币政策来间接影响通货膨胀的理念，成为整个60年代和沃尔克－格林斯潘时期的显著特点。与之相反，在“频繁扩张－紧缩”政策时期，占据主导的理念，则认为财政政策和政府对价格的直接干预应该取代货币政策的间接调控。

1946年，战时价格控制被取消，政府对通货膨胀的控制成了重要的政治问题。在1948年的总统竞选中，杜鲁门总统提出了重建价格管制体系的想法，并成为随后辩论的焦点。尽管杜鲁门赢得了这次选举，但共和党控制的参议院最终阻止了价格管制的重启。当然，在1949年出现经济衰退和通货紧缩后，这一想法也已变得毫无意义。朝鲜战争期间，国会在1951年初通过法案，同意实施临时性价格管制，到艾森豪威尔政府时，国会又废止了这项法案。

艾森豪威尔很乐于劝告企业负责任地制定价格，但他不却愿意明确给出一个工资和物价调整应遵循的指南。实际上，他无意真正

插手价格的制定过程。这意味着，控制通胀的任务，只能交由货币政策来完成。对此，艾森豪威尔支持美联储提高独立性，并默许其在 1957 年和 1959 年提高利率的决定。

就价格控制，艾森豪威尔政府内部曾出现过争论，算是 1970 年代导致价格管制重启争论的某种先兆。1957 年，通货膨胀与 4% 的失业率水平并存，而且，在经济于 1957 年 8 月步入衰退后，通货膨胀仍在持续，这给政府制造了较大的要求其干预价格的政治压力。很多经济学家认为，通货膨胀主要归因于企业的垄断力量有所增强。[5]对于这个观点，最著名的表述出现在基福弗委员会针对价格操控的听证会中，此次听证始于 1957 年 7 月，并持续了长达三年的时间（斯蒂格勒，1962）。此时的尼克松还是艾森豪威尔的副总统，其意见最终并未被采纳。但到 1971 年，政治上更具机会主义倾向的尼克松在价格管制上将做出完全不同的选择。马丁一直很强调通胀预期的重要性，这一点，与他的继任者亚瑟·伯恩斯相同，但不同于伯恩斯的是，马丁坚信，对于控制通胀预期而言，美联储政策的可信度至关重要。对此，马丁（1958 年 5 月，第 541 页）曾有这样的表述：

> 在繁荣期形成的通胀压力已经……导致了一些令人不安的看法，即长期性通胀已成为现代生活不可避免的境况……在这种气氛下，美联储在（1957 年）8 月把贴现率提高了 0.5 个百分点……这一行动……旨在向企业家和投资者表明，美联储拒绝接受长期性通胀不可避免的观点。

四　总结性评论

马丁与其顾问温菲尔德·瑞富勒对货币政策的观点，在某种意义上，算是沃尔克和格林斯潘时期政策理念的先声。他们强调用提高短期利率的方法，对通货膨胀实施先发式调控。[6]格林斯潘的思想与马丁并无二致：“货币政策若想最大限度地促成可持续的增长，那么，在不均衡因素危及经济稳定前对其进行先发式的调控，会非常有用。”马丁认为，“廉价货币政策”会诱使金融市场形成通胀心理，助长实际的通货膨胀，而这样的预期，大都产生于经济扩张的早期。[7]正是基于这样的观点，在约翰逊政府之前，马丁执掌下的FOMC就开始尝试稳定债券收益率中的通胀溢价（被视为出现通胀心理的证据），并抢在经济复苏之初就开始提高短期利率。事实上，沃尔克和格林斯潘的货币政策都是对马丁观念的继承和发展，至于亚瑟·伯恩斯，则与上述几人大相径庭。

第六章　通货膨胀是非货币现象

从 1960 年代中期到 1970 年代末，维持较低且稳定的失业水平开始成为货币政策的首要目标。美联储为管理总需求，开始频繁扩张－收缩货币政策。货币政策有能力调控失业率的判断，源于那些通货膨胀是非货币现象的观点。[①]如果通货膨胀由实际变量决定，美联储就可以通过调节名义总需求来实现对失业的控制。

一　充分就业下的通货膨胀

肯尼迪政府时期，财政部部长道格拉斯·狄龙、副部长罗伯特·罗萨和美联储主席威廉·麦克切斯尼·马丁都相对保守，这也决定了这段时间的政策风格。但就当时的思想气氛而言，相对激进的，由沃特尔·赫伦担纲的总统经济顾问委员会（CEA）则占据主导，他们力图让 1946 年的就业法案成为经济政策制定的主要依据。在之前，尽管就业法案将“就业最大化”设定为国家的一个目标，但语言上的泛泛表述并未带来什么实质性约束，仅就字面看来，不过

是表达了一个美好的愿望而已。

为落实“就业最大化”这一目标，CEA 设定了具体数值，从而将就业法案变成了推动扩张性政策的主要力量，“对稳定性政策来说，4% 左右的失业率是合理且审慎的充分就业目标”（1962 年经济报告，第 46 页）。[②]自此之后，一旦失业率超过 4%，来自公众要求采取积极政策的压力就会陡增。4% 的失业率，成为了激进主义的一面旗帜。[③]沃特尔·赫伦（哈格雷夫和莫利，1984，第 176 页）后来说道：“将目标设定为……数量形式……至关重要……量化的目标可以让总统致力于经济扩张政策。在艾森豪威尔执政的整个时期，他们也在反复谈论充分就业，但从未对其有过明确的界定。而我们成功地让肯尼迪接受了以 4% 作为充分就业的目标”。

以 4% 作为失业率目标，没有回答的一个重要问题是，这会给通货膨胀产生怎样的影响？为寻找这个问题的答案，萨缪尔森和索洛（1960）用美国的数据，对菲利普斯曲线（1958）进行了验证。[④]（菲利普斯在研究英国经济时发现，工资与就业率之间存在反向关系）。结果表明，在美国，货币工资与失业率之间同样存在反向关系。如果把工资上涨替换为物价上涨，菲利普斯曲线揭示的统计关系就可以用来解释通货膨胀。当然，这个解释并不出于理论推演，而纯粹依据经验关系。[⑤]

萨缪尔森和索洛（1960）把名义工资增长和失业率数据相配对，画出了美国的菲利普斯曲线，并圈出战后所在的区间。该区间中的那部分菲利普斯曲线表明，要使工资增长与物价稳定相一致，需承受的失业率约为 6%。这似乎意味着，在 1956 年，当失业率下降至 4% 的充分就业目标时（参见图 6 - 1），通货膨胀必然会上升。

萨缪尔森和索洛将通货膨胀进一步区分为需求拉动型通胀和成本推动型通胀两类，[⑥]在他们看来，4%的目标失业率是否可以与物价稳定共存的问题，还要取决于1956年的通胀到底属于哪一种类型。

萨缪尔森－索洛的分析思路，赋予了成本推动/需求拉动通胀以实证上的划分标准。给定4%的失业率代表充分就业，若失业率等于或高于4%时发生了通货膨胀，这必定是成本推进型通胀。导致成本推动型通胀的原因有很多，可能是私人垄断力量增强，也可能是市场因素引发的相对价格变化，等等。对于成本推进型通胀，货币政策无能为力，解决之道，要么以牺牲就业为代价，要么诉诸“收入政策”。也即，政府直接干预市场，对工资议定和价格决策施加限制，以缓解通胀上升压力。

需求拉动型通胀则源于总需求的上升。应该说，货币政策可以在一定程度上遏制过度需求，但财政政策也有同样的效果，而且，后者还有助于维持低利率环境。在凯恩斯主义者看来，华盛顿（指政府）的确偶尔会制造通胀，但美联储绝不是那个可以应付通胀的机构。对此，在他们文章一开头，萨缪尔森和索洛就把对通胀处理不当的决策者与打错了仗的将军相提并论。在他们看来，总需求管理可以把4%的失业率作为目标，但需要收入政策作为额外的武器，来应对成本推进型通胀。

二　赫伦的议事单：工资和物价制定指导

CEA实现充分就业的第一步，是对产出缺口的量化，即实际产出减去潜在产出。其测算潜在产出的方法，则是拟合实际国民生产总值（GNP）的趋势线。基准选取的是1955年中期，当时的失业

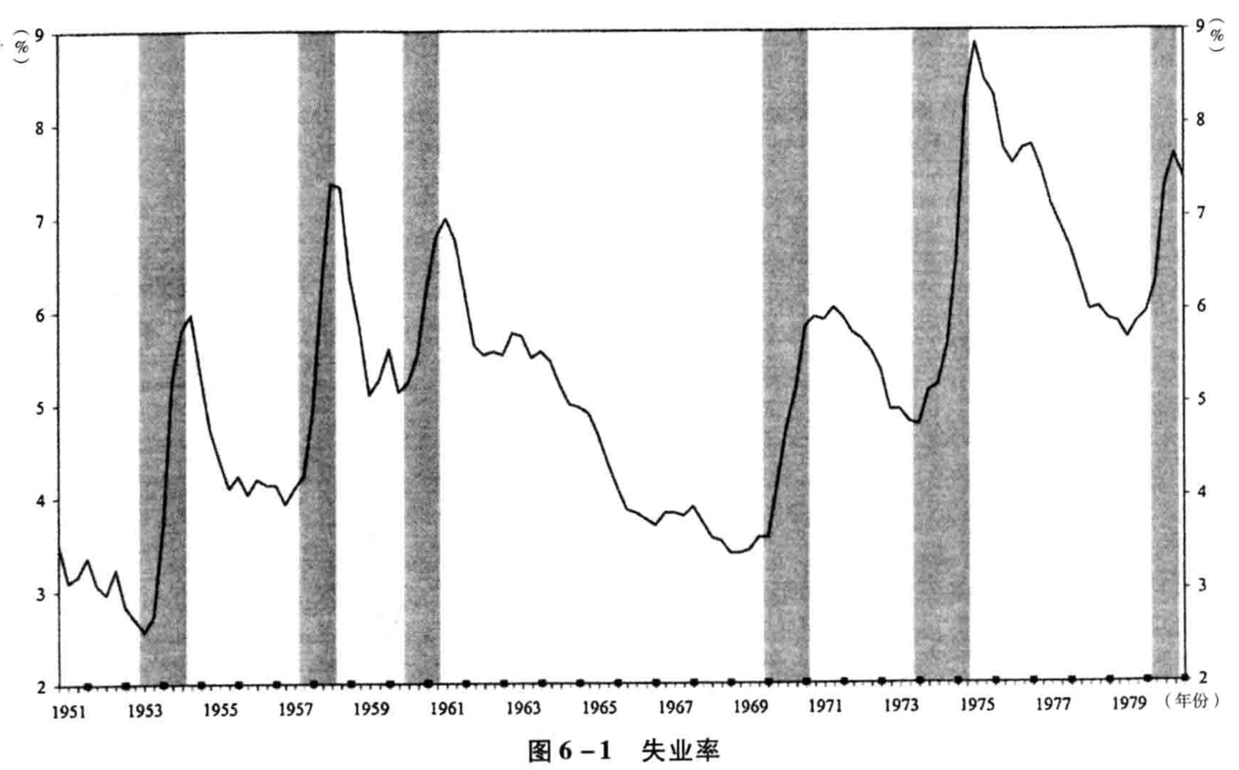


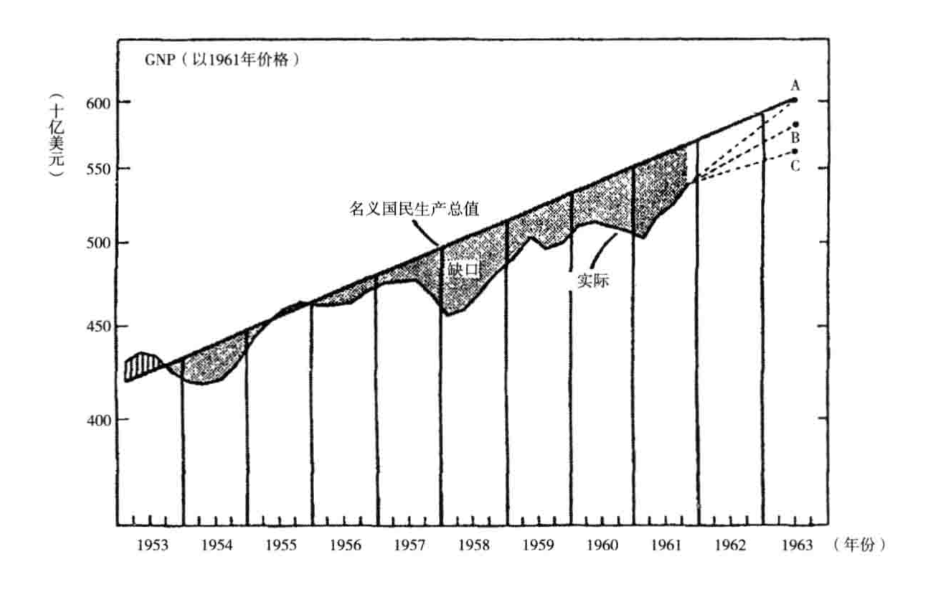
图 6-1　失业率

注：城市失业率。阴影部分代表国民经济研究局（NBER）确认的经济衰退期。横轴上的■代表当年的第四季度。

率正好在4%左右。至于实际增长趋势，用的是从朝鲜战争结束到1955年中期之间的平均GNP增速，即3.5%。估算结果表明，1961年的产出缺口约为400亿美元，差不多占GNP的8%（《1962年经济报告》，第47~51页，以下简称《1962年报告》）。当时的实际失业率为6%。《1962年报告》（第70页）指出“根据估计，在过去十年中，由于实际经济增长低于潜在水平所导致的GNP损失，差不多有1750亿美元（按1961年价格计算）”。亚瑟·奥肯认为产出缺口和失业率之间存在确定的数量关系，这一观点后来被称为“奥肯定律”，即产出缺口每上升3个百分点，会导致失业率提高1个百分点（奥肯，1969，访谈1，第15页）。

为消除产出缺口，CEA建议实施赤字财政政策。《1962年报告》（第81页）认为，1957~1958年衰退后的经济复苏过早结束，主要是因为充分就业预算盈余的上升。在假定凯恩斯乘数约等于3的情况下，CEA开始定期预测，为把失业率降至4%需要增加多少政府赤字（哈格雷夫和莫利，1984，第205页）。图6-2复制了《1962年报告》的图2（第52页），上半部分列出的是实际GNP数值和CEA预测的潜在GNP趋势，下半部分列出的是产出缺口和实际失业率对4%水平的偏离情况。

CEA应对通胀的政策建议，以区分需求拉动型通胀和成本推动型通胀为基础。《1962年报告》（第44~45页）认为，前一种通胀产生于“超额总需求”，而后一种则“可能肇端于经济的某些部门，在这些部门的价格设定过程中，竞争性力量较弱，而大企业和公会的权力过大”。在题名为“非通胀工资和定价行为指导”的部分中，《1962年报告》（第185页）倡议，对那些“私权能发



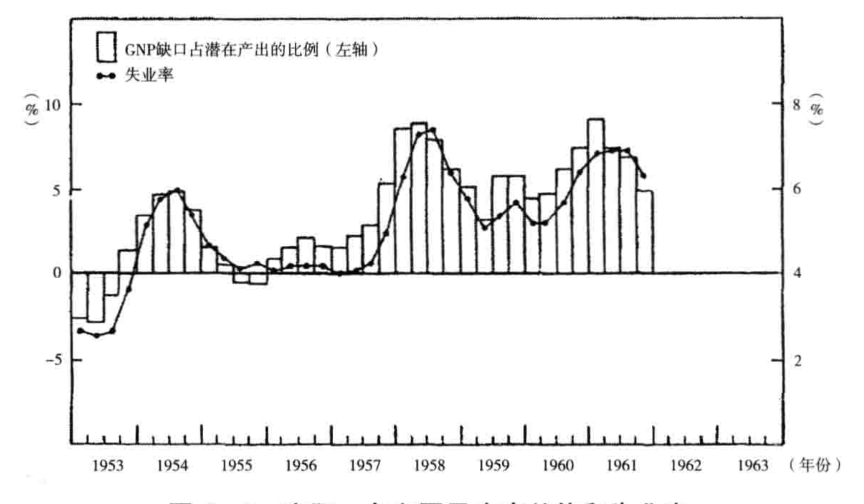


图 6－2　实际、名义国民生产总值和失业率

注：A、B 和 C 分别代表，在假定失业率为4%、5%和6%的情况下，1963 年中期的 GNP 增速。

资料来源：美国商务部、劳工部和总统经济顾问委员会。

挥重要影响”的行业，有权力的个体或组织在制定价格时应“更负责任地行事”。此外，《1962 年报告》（第 185 页）还呼吁政府颁布工资和物价制定的指导性要求，这样可以让“让公众得到更多信息”，并“产生一种氛围，有助于价格制定的参与者更负责任地行使其权力”。

CEA 认为，始于 1956 年的通货膨胀，钢铁和汽车行业要负主要责任。1955 ~ 1957 年，尽管平均失业率为 4.3%，但 CPI 通货膨胀率从 -0.3% 大幅上升到 3.4%（《1962 年报告》，第 47 页）。此外，在 1959 ~ 1961 年，CPI 通胀率相对稳定，只略高于 1%，但平均失业率却接近 6%。

CEA 建议“定价指导”的思路可以追溯到杜鲁门时代。埃米尔·德普雷斯等人（1950）曾建议政府颁布指导性原则，将工资上涨限定在整体经济的生产率增速范围以内。[⑦]这样一来，通过稳定单位劳动力的成本，总体物价水平也将趋于平稳。由于各行业的生产率增速不尽相同，为此，企业可以根据自身生产率与整体经济生产率的对比情况，来提高或降低相对价格。在生产率增速高于平均水平的行业中，企业应降低产品定价，反之，则提高产品定价。

要使上述这个建议切实可行，政府需要先确定整体生产率增速和各行业生产率增速的具体数值。此外，还需要政府直接干预私人部门的工资谈判和价格制定过程，以确保指导得到执行。由于缺乏实际的控制手段，政府不得不通过引导公众舆论来约束那些违反者。肯尼迪政府在经济政策上相对保守，加之担心失去工商业界的支持，因此，在实施 CEA 建议的“定价指导”方面一直犹豫不决。直到 1962 年 4 月，肯尼迪在迫使钢铁行业放弃提价时，才首次用

到了这个手段。之后，在干预汽车行业的工资和物价指定时，肯尼迪再次使用了“定价指导”（巴贝尔，1975）。

如果执行得过于严格，“定价指导”可能会极大地损害价格体系的资源配置能力。考虑到这个问题，CEA 详细列举了各种可以不执行生产率规则的例外情况，比如，在工资增长率“异常的”低或高时，允许定价偏离生产率规则（《1962 年报告》，第 189 页）。对此，摩根担保银行调查（1964，第 10 页）抱怨，根本没办法把这些所谓的例外，转化为可用于指导实践的准则。该调查指出，“政治沟通中的格雷欣法则是，简单的提议总是会战胜复杂的计划”。这个指导在实践中，会不可避免地把“‘大规模的’和‘过度的’市场力量”混为一谈。

《1964 年经济报告》（第 118 页）把“定价指导”描述为“针对私人部门价格 - 工资制定方式的一般性建议，按照该建议，价格制定过程应适当考虑公共利益，以避免由市场力量引发的通货膨胀”。最初的“定价指导”并没有提供生产率和工资增长的明确数值。1965 年之后，政府开始担心充分就业可能引发“通货膨胀螺旋”，对此，“紧缩性财政和货币政策是最可能的结果”（《1966 年经济报告》，第 93 页）。在这一背景下，作为“一般性建议”的“定价指导”逐渐演变为非正式的强制性措施，从对钢铁和汽车行业施压时的替代性手段，变成了政府直接干预工资和价格制定的工具。而要实现这一目标，政府必须先制定出适用所有情形的统一量化指标。在《1966 年经济报告》中，CEA 公布了工资增长的指导水平，为 3.2%（所谓的“淡啤酒”标准）。

萨缪尔森（伯恩斯和萨缪尔森，1967，第 58 页）详细介绍了

乔治·佩里的研究。佩里用截至 1963 年的数据拟合出一条菲利普斯曲线，然后用其对 1964 年、1965 年和 1966 年的工资和物价变化进行了模拟。佩里发现，实际的通货膨胀比其基于实际失业率的预测要低。对此，萨缪尔森给出了三个可能的解释。其一，他认为可能是马丁在艾森豪威尔第二个任期中所实施的紧缩性货币政策，改善了菲利普斯曲线的置换关系；其二，他认为可能是外国商品进口增加，导致竞争加剧所产生的影响；其三，他认为可能是肯尼迪政府针对工资和物价的“定价指导”发生了作用。萨缪尔森判断，导致菲利普斯曲线向下移动的主要是后面两个原因，并预计，这种向下的趋势在未来也不会消失。

三　利用菲利普斯曲线

随着民权运动的兴起和越南战争的爆发，美国的社会紧张状况陡然升级，面对这种情况，维持低失业率成了政治上的一致共识。根据菲利普斯曲线的描述，通货膨胀和失业率之间存在着此消彼长的关系，这意味着，要保持物价的稳定，就必须要面对不可接受的高失业。萨缪尔森和索洛提出的价格稳定和充分就业是否可以兼得的问题，最终变成了为实现充分就业，需要制造多高的通货膨胀，以及为降低充分就业状态下的通胀水平，政府应在何种程度上干预私人部门的价格制定等问题的抉择。

第七章　大通胀时期的到来

在马丁出任 FOMC 主席的最后几年中，“扩张－紧缩”往复的货币政策宣告开始。他为什么会容许转向通货膨胀性的货币政策呢？

一　“扩张－紧缩”往复的货币政策的实质

1960 年代，政治上的需要和学术上的共识不谋而合，提出了对更积极的宏观经济政策的要求。越南战争以及由战争和民权运动引发的社会分裂，给财政带来了巨大的压力，更快的经济增长已成当务之急。约翰逊总统拒绝在战争支出和他的伟大社会计划之间进行取舍，为形成足够的财政收入以应付枪炮和黄油的开支，经济必须以最快的速度增长。

城市中不时爆发骚乱，黑人运动也如火如荼，所有这些，让美国社会渐趋分裂。当目睹婴儿潮时代出生的学生在游行中点燃美国国旗时，中产阶级的内心充满沮丧。一个政治共识就此形成，即必

须保持经济较快增长和充分就业，以缓释社会分裂的创痛。与此同时，经济学界也基本达成一致意见，认为政府应该采用更积极的总需求管理政策，来确保经济的稳定增长和低失业率。面对政治上对高经济增长和低失业率的迫切需要，凯恩斯经济学在理论上提供了希望。

根据“扩张－紧缩”政策的原则，假定经济存在过剩产能时，扩大总需求不会产生通货膨胀，因而在失业率较“高”时，决策者应采取扩张性货币政策。一般来说，控制通货膨胀的任务则归属于严厉程度不一的各种收入政策。在这种货币政策观念下，经济刺激成了美联储的职责，而通胀控制则由其他政府部门来负责。

从道理上说，货币政策扩张阶段的刺激会产生通货膨胀压力，而在收缩阶段，FOMC 则应将重点放到降低通货膨胀上来。不过，在把通胀归因于成本推动压力的共识下，随时间的推移，美联储一直在棘轮式地（单方向往上）抬高其可接受的通货膨胀水平。早前商品货币本位时期的经历，让人们形成了相对稳定的通胀预期。在最开始的时候，刺激性货币政策还可以利用这种预期，但到了 1979 年，稳定的通胀预期最终被彻底扰乱。

二　马丁与赫伦之争

马丁认为，金融市场的投机心理可以提供通货膨胀的早期预警。作为先发式的应对，FOMC 应抢在经济复苏之始就提高利率。如果不这样做，通货膨胀会紧随而至。[①]就中央银行应该在经济复苏阶段提高利率，马丁的观点与凯恩斯主义的总需求管理思路之间不存在根本的分歧。其争论的焦点在于加息的时机，马丁认为美联储

应该在经济复苏一开始就提高利率，而总统经济顾问委员会（CEA）则认为，中央银行应适当等待，直到过剩生产能消失（产出缺口由负变为接近于零）时再行加息。对此，亚瑟·伯恩斯（伯恩斯和萨缪尔森，1967，第36页）写道："在1965年，主导经济政策制定的理论仍然是，只要实际产出与潜在产出间存在缺口，刺激性政策就是合理安全的。"

双方都从各自的角度，对1957年和1960年两次衰退接踵而至的现象进行了解释。如伯恩斯所述（伯恩斯和萨缪尔森，1967，第9页），马丁和艾森豪威尔的顾问强调消除通胀预期的重要性：

> 在经济回稳的情况下，1958年融资的快速增长及其引发的担忧，坚定了政府控制超额需求和抑制通货膨胀的决心……对之前的扩张，因政策反应太过迟缓而收效甚微，这次他们随时准备、全速以赴。
>
> 1959年，银行准备金压力骤然加大……政府预算则在12个月后，从1959年初的巨额赤字转为相当大的盈余。把两者合起来看，财政政策和货币政策的搭配，经历了一次有案可查的最剧烈的政策转向……主要因为这些政策变化，1958年4月开始的经济复苏，很快就提前终止了……政策转向及其庞大的规模，限制了通胀心理的蔓延，证明我们所处的并非是通胀肆虐的时代……并因此重新恢复了成本和价格的稳定。

赫伦领导下的CEA则把经济复苏的过早终止，主要归因于1959年的财政紧缩（斯特恩，1990，第367页）。出于对再次出现1960年式衰退的担心，CEA赞成通过减税来消除"财政拖累"，并

认为由此引发的收入增长最终会导致财政盈余。对 CEA 来说，政策上需要优先考虑的问题是熨平经济周期，而不是通货膨胀。不过，财政部站在马丁一边。[②]财政部部长狄龙是一个保守的共和党金融家，而副部长罗伯特·罗萨则是纽约联储前主席艾伦·斯普劳尔的学生。当时财政部关注的重点在美国经常项目赤字和黄金流出方面，肯尼迪可不想在古巴、柏林等地方与苏联针锋相对的关键时刻，紧接着再来一次黄金危机（佩奇曼，1964）。鉴于经济账户的恶化，在 1963 年夏天，美联储和政府就提升短期利率的必要性基本达成了一致。

此外，CEA 还强调把财政政策用作稳定宏观经济的手段。在美联储看来，CEA 的主要目的是想维持长期债券利率的稳定，以鼓励投资。为此，美联储发展出了扭转操作（Operation Twist）模式，通过购买长期证券，同时卖出短期证券，来拉长其资产组合的期限。实际上，公众对未来价格预期的稳定，是实现债券利率合理稳定的关键所在。从 1959 年初到 1965 年秋，长期政府债券收益率一直维持在 4% 左右。

三　马丁和约翰逊

要解释大通胀的成因，必然涉及对马丁所负责任的评判。尽管马丁从未屈从于凯恩斯主义理念，但他却不得不与约翰逊政府打交道。约翰逊是一个典型的民粹主义者，反对任何加息的举动。此外，为越南战争和约翰逊的伟大社会计划融资的政治压力，也彻底捆住了货币政策的手脚。CEA 以及联储理事会内部的凯恩斯主义者，要求货币政策与财政政策进行协调配合，在政府

加税时，FOMC 应尽量避免加息。在这种环境中，马丁若坚持提高利率，就必然招致政客们的猛烈抨击，美联储内部的分裂也会因此而加剧。

A. 政治体系的敌意和分裂的理事会

在约翰逊时期，美联储已不再可能因与财政部有共同目标（即治理经常账户赤字），而说服政府支持加息。约翰逊政府更愿意用资本管制来应付经常账户失衡。1965 年初，在一个“自愿”信贷抑制计划中，美联储和财政部倒是有过联手，以限制银行和企业进行海外借贷的能力。

1963 年 11 月肯尼迪遇刺之后，约翰逊继任美国总统，就任之初，约翰逊把推动肯尼迪在 1963 年春提出的减税方案作为其首要任务。国会在 1954 年 2 月通过了这个提案，马丁的噩梦也从此开始。早在肯尼迪向国会递交减税方案时，马丁就对其中的建议，即要求美联储维持利率不动以便为之后的政府发债创造条件，明确表示反对（马丁，1963，第 126 页）。但减税方案正式获准，表明国会和政府已一致同意把降低失业率作为国家的首要目标。加息政策，因会抵消减税对经济的扩张性影响，势必有违政治体系的意愿。

在加息决定上，马丁遭遇到了总统与国会的联合反对。对美联储来说，这种处境糟糕透顶，因为这极有可能引发修改联邦储备法的政治舆论。此外，美联储理事会内部的分歧日益加深，也给马丁带来了新的考验。在 1965 年 10 月的 FOMC 会议上，马丁推迟了一次加息决定。在会中，马丁（FOMC 会议纪要，1965 年 10 月，第 1112 ~ 1113 页）说道：

> 政府强烈反对我们改变目前的政策。今天的讨论也表明，委员会内部也存在很大的观点分歧。面对委员会内部的分裂和政府的强硬反对意见，我不会认为政策调整是一个合适的选择。

对马丁应采用先发式利率调升来防止经济复苏演变成通胀繁荣的观点，FOMC 的有些成员并不感冒。来自内布拉斯加州断箭城的罗伯特森就是一例，他最早由杜鲁门在 1952 年提名进入美联储理事会，是一个厌恶“高”利率的民粹主义者。1961 年，肯尼迪提名民主党支持者乔治·米契尔为美联储理事。约翰逊则分别在 1965 年 4 月和 1966 年 3 月，提名了凯恩斯主义经济学家谢尔曼·梅瑟和安德鲁·布里默。

上述这些理事中，没人是通货膨胀政策的鼓吹者，但在“高”失业率、产能过剩的情况下，也没有人愿意提高利率水平。肯尼迪在 1963 年提名的杜威·戴恩，后来倒是成了马丁的坚定支持者。但即使是他，在 1965 年 12 月提高贴现率之前，态度倾向也不明确。此外，在 1960 年代，美联储工作人员中，持有凯恩斯主义思想的人也越来越多。梅瑟还牵头美联储工作人员，参与建立了凯恩斯主义大型经济体预测模型，即所谓的 MPS（MIT－宾夕法尼亚大学－联储系统）模型。

在减税法案最终通过前一个月，即在 1964 年 1 月的国会听证中，马丁遇到了麻烦，对其不排除在减税获准后提高利率的表态，议员们大加斥责。众议院议员罗伊斯（威斯康星州议员，民主党人；美国国会，1964 年 2 月 28 日，第 89 页、第 93 页）指责马丁

蓄意“破坏”减税给就业带来的好处。在《1964 年经济报告》中（第二部分），总统毫无先例地对美联储提出警告：“收紧货币会抵消减税对经济的刺激作用，这无异于搬起石头砸自己的脚。”罗伊斯议员（美国国会，1964 年2 月28 日，第87 页）抛出了凯恩斯主义的观点，认为存在产能过剩的情况下，无须通过提高利率来防止通货膨胀。[3]对此，马丁（美国国会，1964 年 2 月 28 日，第 87 页）重申了自己的看法，即美联储不应为财政赤字提供融资便利，而是应该在经济复苏之初就提高利率水平，以确保把“通货膨胀心理”遏制于“摇篮之中”。

B. 1965 年贴现率之争

1965 年，马丁越来越担心越南战争对未来政府赤字的影响。在 1965 年 6 月的一次演讲中，马丁把当时的情形与 1929 年股市崩溃之前相比，向公众暗示了提高利率的想法。当时的金融市场，已被约翰逊政府的工资、物价指导政策搅得混乱不堪。在政府眼中，银行向客户收取的贷款利率（指优惠利率）也应接受指导，为此，约翰逊政府甚至阻止了纽约市的银行提高优惠利率的行动。政府的干预给这些货币中心银行带来了很大的挑战，因为其负债工具（如可转让存单，CDs）的利率已经高于优惠利率，如果不及时调高贷款利率，银行的财务状况将变得异常脆弱。而且由于贷款利率被人为压低，原本在市场上进行的融资活动也会转向银行。马丁（1965）认为，这种情况必然会导致银行信贷的过度扩张，并增加通货膨胀压力。

面对上述情况，马丁决意提高贴现率水平，为银行调升贷款利率创造条件（梅瑟，1973，第 74 ~ 76 页）。但在 1965 年的多数时

间里，他在理事会表决中都没能得到提高贴现率所需要的多数投票。直到11月，在杜威·戴恩的支持下，马丁才最终取得4比3的优势，12月3日，美联储提高了贴现率。[④]对美联储的这一决定，约翰逊异常愤怒。第二天，马丁动身前往约翰逊的农场。时任CEA主席的加德纳·阿克利同样恼怒，因为CEA本打算用加息做威胁，来说服约翰逊增税（阿克利和奥肯访谈，哈格雷夫和莫利，1984，第232页和第295页）。

前任CEA主席赫伦坚定地认为减税可以刺激经济，而1964年的减税看起来也的确发挥了这样的作用。1965年12月，失业率降至4%。不过，若要实现宏观经济稳定，财政政策操作必须对称，也即，除减税之外，政府在适当的时候也应该提高税收。作为CEA一以贯之的努力方向，征税法案的通过可以保证财政政策更好地运用于经济稳定。

1966年夏天，失业率降至4%以下，而总统的增税提案也未见踪影，美联储决定调高利率水平。在此次加息的同时，美联储还附上了一封给银行的信，责备它们之前过多使用数量配给手段，而不愿意提高利率。其结果引发了信贷紧缩，一些市场（如市政债）也陷入混乱，经济走势迅速转弱。经济衰退接连发生，迫使美联储和政府趋于妥协。

C. 等待增税

马丁不想为越南战争造成的赤字提供融资便利，但在加息问题上，他遭遇到了前所未有的政治上的反对。在不能提高利率的情况下，增税是另一个可选的削减财政赤字的方案。持凯恩斯主义观点的理事们，受IS－LM模型分析的影响，在财政政策紧缩的情况下，

倾向保持宽松货币政策。梅瑟理事（美国国会，1965 年 12 月 13 日）在国会做证时，就货币政策与财政政策的协调问题进行了阐述。

1966 年 8 月的加息招致了房地产行业的强烈抗议，这也加深了之前的一个观念，即紧缩货币政策的主要成本都会落到利率敏感行业的头上。利率上升，也加速了资金从储贷协会（S&L）的流出，人们将这些储蓄取出，转投到了利率更高的银行存单（CDs）上。储贷协会的主要资金来源于居民储蓄，而贷款则主要用于住房按揭，期限错配相对严重。如果要提高储蓄利率来应对资金流出，其净值将会受到很大的冲击。⑤

马丁当然愿意政府增税（FOMC 会议纪要，1966 年 12 月 13 日，第 1420 页）。提高税收，需要财政部和 CEA 联手说服约翰逊才有可能，但若 FOMC 选择提高利率，这种联手就不再可能出现。在当时，把产出增长维持在 4% 已成为明确的政治任务，如果财政政策也转向紧缩的话，货币政策就必须保持宽松。对财政政策的倚重，强化了政府内部的共识，即增税必须要有刺激性货币政策与之相配合（福勒，1967a，第 209 页；1967b，第 218 页）。

阿克利向约翰逊解释了这一观点：⑥

> 紧货币和松财政的政策搭配有很多严重缺陷。紧货币和高利率对经济产生的冲击是不均匀的，今年房地产业的崩盘就说明了这点……在这种情况下，引入增税手段的主要目的是替代紧货币政策……在税收决定最后做出前，我们应该先把政策搭配转换的总体思路确定下来。

在给约翰逊的一封信中，马丁指出[7]："应尽快采取全面的增税措施……如果财政政策行动起来，在我看来，货币政策就会容易很多。"之后，马丁、约翰逊以及众议院拨款委员会主席威尔伯·米尔斯之间，展开了一场博弈。正如奥肯（哈格雷夫和莫利，1984，第293页）后来描述的：

> 马丁在四人小组会议（财政部部长、预算局长、CEA主席和美联储主席的定期会晤）上进行了大量讨价还价式的谈判。当政府想影响货币政策时，总统也会出席这个会议。如果约翰逊对在财政政策上对马丁做出了让步……那毫无疑问，马丁肯定不会坚持在这个时期提高利率。

在1966年8月加息之后，阿克利说服了约翰逊，向国会提交了暂停投资税收减免的请求，而且阿克利也期望约翰逊能在1月的国情咨文演说中，提出全面加税（哈格雷夫和莫利，1984，第301页）。有鉴于此，1966年9月，美联储在政策立场上也做出了让步。不过，马丁和政府官员们显然低估了说服约翰逊向国会提出增税请求的难度（阿克利、赫伦和奥肯访谈，哈格雷夫和莫利，1984，第264页、第183页、第301页）。主要的原因，是约翰逊坚决不同意米勒议员的条件，用削减伟大社会计划的开支来换取拨款委员会通过增税法案。

到1966年末，经济活动趋弱，约翰逊提出增税方案的可能性也暂被搁置。[8]马丁继续调低利率，并期望在经济复苏时，白宫可以提出一项增税建议。奥肯（1970，第85~86页）有同样的想法：

> 美联储和政府形成了一种决策上的默契，货币政策的刹车逐步松开，并不再频繁使用……因为增税建议本就是用来替代紧货币政策的，如果还继续收紧货币，增税在经济和政治上的理由就站不住脚了。

在1967年1月的国情咨文演说中，约翰逊的确提出了增税的建议，在（《1967年经济报告》，第9页）中，与这个提议相配套的，是要求货币政策支持经济扩张。不过，约翰逊后来并没有向国会正式提交增税的议案。

1967年5月后经济开始走强，与此同时，国债收益率的上升引发了一次“通胀恐慌”。一直操控伦敦黄金市场的各国中央银行，开始难以阻止黄金价格的上涨。鉴于约翰逊迟迟不肯向国会递交税收法案，6月10日，美联储在国库券利率为3.4%的低位再次启动加息。进入夏天后，通货膨胀回落到3%。8月3日，约翰逊最终向国会提交议案，要求增税10%，FOMC终止了加息操作。对此，马丁（FOMC会议纪要，1967年9月12日，第1011页）指出：“目前最重要的事情，是国会通过税收法案，以使财政政策获得紧缩功能，以他的判断，如果国会认为货币政策已经适当地承担了紧缩的职责，出现这一变化的可能性就会降低。”

虽然国会对约翰逊的增税提议不屑一顾，但鉴于英镑遭遇的抛售风潮，美联储也无意继续加息。1967年秋，美联储与财政部和国际货币基金组织（IMF）一起，向英国提供了一项打包贷款。在这种环境下，美联储显然不能再抬升国内利率了，否则可能引发其正极力避免的危机。此外，决策者们也担心，一旦对英镑的攻击得

手，投资者可能转向其他货币。如果各国货币都进行竞争性贬值，美元就必然被高估（库姆斯，FOMC 会议纪要，1967 年 11 月 14 日，第 1240 页和第 1253 页）。1967 年 11 月 20 日，英国宣布将英镑贬值。

1967 年 12 月，税收法案依然毫无进展，马丁将 3 个月期国库券利率推高到了 5%。增税的政治角力一直持续到 1968 年。作为对越南战争的抗议，民主党反对增税提案，特别是在马丁·路德·金之死引发骚乱之后，民主党更是反对一切可能提高非洲裔美国人失业率的紧缩政策。如此一来，约翰逊只能把希望寄托在共和党身上，但共和党又坚持要求约翰逊削减其伟大社会计划的开支。1968 年 6 月，国会最终通过了增税方案。当时，财政部部长福勒和马丁对美元在国际市场上的危险处境发出警告，这为两院议员们结束旷日持久的争斗提供了一个契机（奥肯访谈：哈格雷夫和莫利，1984，第 306 页）。

马丁关于拯救美元的请求，反映了冷战时代的一个观点，即美元在固定汇率体系中发挥核心作用，是保持美国自由世界领导者地位的根本所在。马丁认为，如果不通过增税来恢复预算平衡，外国政府会对美国控制经常项目的能力失去信心，进而要求美国用黄金兑付其持有的美元储备，这必然会迫使美元贬值。对此，马丁（1968 年 4 月 19 日；纽约时报，1968 年 4 月 20 日）说道：

> 我们正置身……1931 年以来最糟糕的金融危机。如果对美元实施了贬值，我们可能需要花很长的时间，才能重获今天所处的地位。今天的地位，是强大外交、军事以及经济实力的产物。在确定不得不把美元贬值时，我会立即辞职。

D. 增税与对政策力度过大的担心

1968 年 6 月 28 日通过的财政收支控制法案，把所得税提高了 10%，同时也给联邦政府支出设定了一个上限。结果，联邦政府赤字从 1968 财年（1967 年 7 月 1 日至 1968 年 6 月 30 日）占 GNP 的 2.9%，大幅减少至 1969 财年的小幅盈余。1968 财年的赤字规模在二战后时期中是最大的，只有 1959 财年占 GNP 2.7% 的赤字规模与之接近。由于 CEA 认为，正是财政收支在 1959 ~ 1960 年从赤字到年盈余的急剧变化，触发了 1960 年的经济衰退，这一次，他们也担心 1968 年会再次出现衰退。[9]

在 1966 年之前，CEA 并不把货币政策当成一个有用的总需求管理工具，而认为其作用在于将长期债券利率保持在较低水平以刺激投资。不过，在 1966 年的信贷紧缩之后，CEA 开始把货币政策视为控制房地产业进而控制总需求的强有力手段。美联储理事会成员和 CEA 都确信，如果没有货币政策放松予以配合，财政政策的紧缩会把经济推向衰退。1968 年 5 月 22 日，绿皮书预测，1968 年第 2 季度（当季）的实际经济增长将达到 7.4%。与之对照的是，由于增税法案已获通过，1968 年 7 月 10 日，绿皮书预测的 1968 年第 3 季度实际经济增速仅为 0.3%。美联储理事会的研究主管丹·布瑞尔（FOMC 会议纪要，1968 年 5 月 28 日，第 646 页）向 FOMC 表示：

> 考虑到财政紧缩的严重程度……我们假定货币政策会对此做出一个迅速、中等的反应，允许国库券利率能很快降至 5% 左右……到明年，140 亿美元的预算赤字可能转为盈余。

> 1958~1960 年期间的财政收支变动曾被认为引发了 1960 年经济衰退，但与这次比较起来，只能算相当温和。尽管我们现在的经济总量比 1960 年要大，但仍然不可能同时承受这么大规模的财政紧缩和当前状态的货币紧缩，如果没有政策调整，衰退不可避免。

马丁针对税收法案的游说，让人们预期，在增税之后，美联储将会调低利率。在国会听证中，参议员普罗克斯迈尔问马丁，增税是否会容许更“宽松的政策”。马丁（美国国会，1968 年 2 月 14 日，第 203 页）的回答：“是可能会有一种趋势……转向更低的利率水平。”在 1968 年的会议上，马丁（FOMC 会议纪要，1968 年 8 月 13 日，第 998 页）解释道：“（他）认为下调利率水平是合意的……联储官员，也包括他自己，可能部分促成了这一预期（更宽松的货币政策）的形成。在财政紧缩的过程中，美联储和政府的官员都时常高估其对利率的影响。”奥肯（哈格雷夫和莫利，1984，第 304 页）后来指出，约翰逊“肯定痛恨高利率，并一直想把它给降下来，但马丁却不停地告诉他‘如果你能让税收法案通过，我就会在利率问题上让步。在你做成之前，我不会采取任何行动’”。

马丁想通过调低贴现率来向市场表明，美联储希望更低的利率水平，对此，马丁（FOMC 会议纪要，1968 年 8 月 13 日，第 901 页）评论道：“像委员会其他成员注意到的，货币政策制定一直都受到政治考虑的影响。”1968 年 8 月 16 日，美联储调低了贴现率。从 1964 年开始，货币政策就已经转向经济刺激，并持续到了 1969 年。[10]到 1968 年末时，失业率已降至 3.4%，而在 1968 年下半年，

通货膨胀则超过了5%（参见图5－1）。1969年，马丁（1969年5月22日，第7页）回顾“最近这些年犯下的错误”时，提到“太过轻率地……放松了货币政策控制”。

四 总结性评论

马丁（美国国会，1969年2月26日，第671页、第678页、第648页）后来曾提及“错误所带来的遗产”，并后悔在1967年用容许货币放松来鼓励增税提案，并在1968年夏天增税法案获准后，真的放松了货币政策。在1969年，FOMC决心维持紧缩货币政策，直到通货膨胀和通货膨胀预期消退。对此，马丁（美国国会，1969年2月26日，第651页、第668页、第669页、第685页）在国会做证时说：

> 通货膨胀预期一旦形成，便根深蒂固……经济扩张放缓，如果被认为只是暂时现象，并不足以消除这些预期。当然，经济活动趋缓的确可以引起价格增速显著下降，但很可能只是昙花一现。随着经济增长在年中再次加速，物价也随之快速攀升……1969年，对稳定政策的关键考验，是其能否阻止经济活动和价格反弹的进一步发展。如果我们再次浪费超额需求下降带来的好处……政府经济政策的可信度将受到严重损害……在我们维持紧缩政策的能力和意愿之间，出现了一个可信度缺口……我们一直不愿承担任何实际的风险……但现在，我们不得不去承担一些风险。

马丁强调通货膨胀的预期性特征，并意识到维持可信度对通胀

稳定的重要性，这与沃尔克－格林斯潘时代的观念如出一辙。[11]1980年，沃尔克执掌下的FOMC将再次复兴马丁的这些思想。马丁的继任者亚瑟·伯恩斯，在对抗通胀和通胀预期时，所要求并得到的是另一种政策手段，即价格控制。对美联储来说，这种用价格控制代替可信度的做法，让1970年代成为其“失去的十年”。

第八章　伯恩斯和尼克松

1969 年，新当选的尼克松总统承诺，只需略微提高失业率，就可以降低通货膨胀。他的总统经济顾问委员会（CEA）主席保罗·麦克拉肯也同样允诺，通过把失业率维持在稍高于 4% 的水平，就能重新实现价格稳定。毕竟，从之前的经验看，当失业率超过 4.5% 时，通胀率大都在 2% 以下。这在当时的人们看来，既然 1960 年代的经济可以顺着菲利普斯曲线向上移动，那现在也肯定可以往下移动（斯特恩，1994，第 150 页）。[①]1969 年经济报告给出的菲利普斯曲线显示，通货膨胀与失业率之间存在明确的反向关系（参见图 8－1）。难道萨缪尔森和索洛（1960，第 1344 页）没有说过菲利普斯曲线是一个"可逆行为方程"吗？期望虽是如此，但在 1970 年的失业率达到 5% 并继续往 6% 发展时，通货膨胀仍在停留在 6% 的水平。萨缪尔森和索洛（1960，第 1350 页）曾写道："如果温和的需求抑制不能或只能略微阻止成本和物价的上升，那在价格上涨态势彻底终止前，大规模的失业将无法避免，而成本推动假

说也将因此得到证实”。

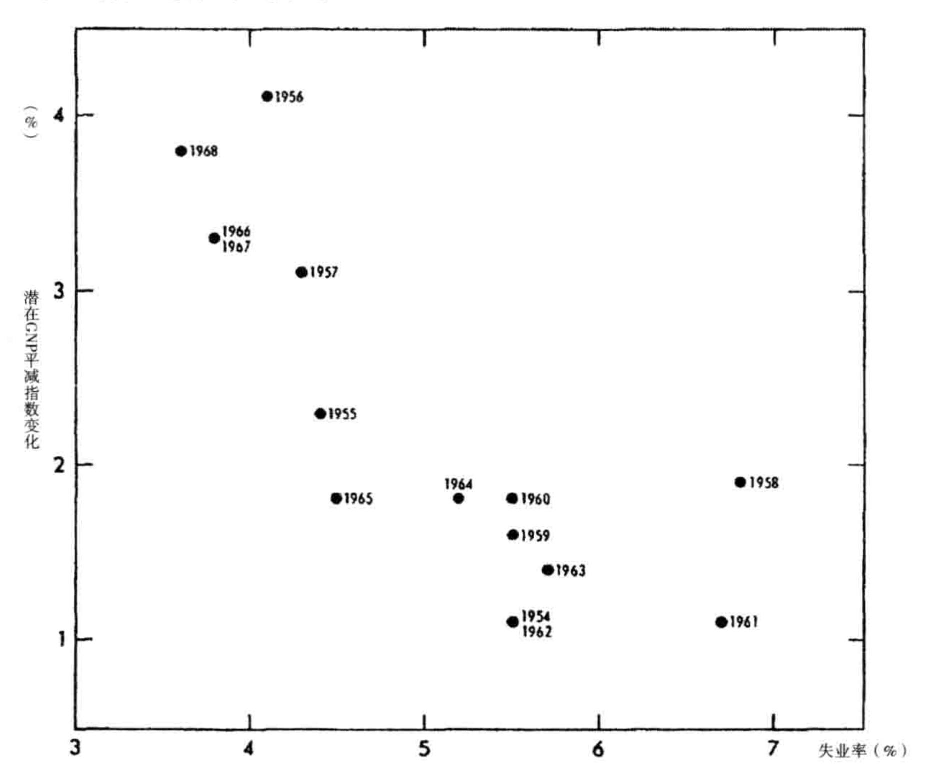


图 8－1　价格变化与失业率

资料来源：美国商务部、劳工部和总统经济顾问委员会。

始于 1969 年的“温和抑制”实验似乎显示出成本推动型通胀的存在。萨缪尔森和索洛（1960，第 1352 页）的判断看起来很有先见之明，他们认为，通过制造失业来控制成本推进型通胀，所付出的社会成本（“阶级斗争与社会冲突”）会极其高昂。因此，他们建议用“直接的价格和工资控制”来“降低充分就业与物价稳定之间的冲突”。萨缪尔森和索洛（1960，第 1350 页）还争辩，对那些在失业率

高于4%时发生的通货膨胀，只有通过“大量的实验”才能判断其究竟属于成本推动型还是需求拉动型。随着尼克松采纳工资和物价管制，这个国家真的走上了萨缪尔森所预言的轨道。

失业率继续上升，从1969年初的3.4%上升到了1971年的6%，但与此同时，通货膨胀毫无缓和迹象，高通胀与高失业的并存让主流经济学束手无策。在稍后的时期，经济学家们将在通胀预期框架下寻求对这种现象的解释。但在当时，他们把原因归结到了企业和工会所具有的市场力量上。其结果是促成了政府对私人定价的直接干预，这也迎合了“好歹做点什么”的政治心理。

一 从紧缩到扩张

保持货币适度增长是尼克松渐进主义政策的一部分，但货币政策却掌控在独立于政府的美联储手中。作为当时的美联储主席，马丁坚持认为，在金融市场上的通胀心理消退之前，必须通过紧缩性货币政策把利率维持在较高水平。而他的任期，一直要到1970年1月31日才会结束。

在1968年5月国会通过增税法案后，公开市场委员会（FOMC）在8月初将3个月期国库券利率从5.8%下调至5%。眼看财政紧缩无法抑制强劲的实际增长，FOMC在年底前，又反手把国库券利率提高到6%，1969年6月初，再次提高利率。到马丁卸任前的1970年初，利率水平达到了8%。M1增速则从平均的6.5%（1967年3月至1969年3月）下降到2%（1969年4月至1970年4月）。

在1969年，FOMC内部出现了严重的分歧。以马丁和海耶斯（纽约联储主席）为代表的鹰派委员，不愿意在通货膨胀消退前调

低利率，他们认为这会加剧对通货膨胀的预期。而以安德鲁·布里默、谢尔曼·梅瑟和乔治·米契尔为代表的鸽派，则希望调低利率。尼克松提名亚瑟·伯恩斯作为马丁的继任者，并于1970年2月正式就职，在此之后，鸽派的意见占据了上风。伯恩斯本人曾参与过渐进主义政策的设计，就任之后，自然心领神会地带领FOMC转向持续降息的通道。到1970年末，三年期国库券利率降到5%以下。不过，之前的货币紧缩还是导致了一次经济衰退，周期的顶部出现在1969年12月。

考虑到1970年的秋季选举，CEA从1970年初就开始推行一个宏观经济策略，旨在恢复实体经济的增长。在CEA的设想中，货币和财政政策将对总需求形成刺激，但要把失业率保持在稍高于4%的水平，以便在一个适度利率水平下缓解通货膨胀。再考虑政策对经济的影响存在滞后，到秋天时，强劲的复苏应刚好开始。在《1970年经济报告》中，CEA对其政策进行了说明（第57~58页）：

> 1970年的政策问题，是在前半年采取行动，到后半年，经济就会重回可持续轨道，产出将适度上升，通货膨胀则显著下降……到1970年中期，实际产出连续三个季度微弱增长，大大低于潜在产出水平。这样一个规模的GNP缺口会给通货膨胀一个向下的压力。

伯恩斯不是凯恩斯主义者，但他在货币政策上的观点却与凯恩斯主义非常接近。凯恩斯主义者和伯恩斯都坚信，政府可以控制实际总需求。在具体的手段上，凯恩斯主义者强调财政政策的作用，当然，在1970年代，对货币政策的重视也在增加。而伯恩斯则试

图管理商人的心理预期（赫泽尔，1998）。他认为，只要缓解商人对工资上涨的担忧，决策者就可以同时实现经济刺激和通胀削减。基于这个看法，伯恩斯并不认同菲利普斯曲线所预言的置换关系。不过，和凯恩斯主义者一样，伯恩斯也认为通货膨胀根源于真实因素。此外，二者还都认为，在失业率高于4%时出现的通货膨胀，都可归入成本推进类型。

伯恩斯（美国国会，1973 年2 月 7 日，第485 页和第504 页）在国会做证时指出：

> 伯恩斯：立法授权，对工资和价格进行某种程度的直接控制，是有必要的……我们的经济结构，具体地说，就是一些企业和工会攫取太多利益，超过了其在积极竞争环境下应得的水平。这样的结构，将我们始终置于成本和物价上升的压力之下，不断积累、自我强化。
>
> 参议员普罗克斯迈尔：你可以评论一下货币政策（1972年）吗，它看起来导致了（货币）过度扩张？
>
> 伯恩斯：1972 年的失业率平均为 5.5%。我们在 1972 年的政策相当宽松，促成了经济的扩张，在这点上，我个人认为美联储理事会很好地履行了职责。

尼克松对 1970 年秋国会选举的结果大为失望，这让政府更急切地想让伯恩斯实施扩张性货币政策。尼克松之所以能在 1968 年的总统竞选中获胜，是因为充分利用了当时中产阶级对社会“精英”、反战示威者以及激进民权主义等群体的恐惧心理。但到 1970 年国会大选时，随着越战支持率大幅下降，尼克松与“沉默的大多

数”之间的联合也开始瓦解（萨菲尔，1975，第309页）。为确保1972年的选举获胜，民主党和共和党都想把重点放到美国工人阶层日益加剧的经济不安感上来。这种不安感源自频繁的经济衰退，以及1960年代后期以来，随着美国制造业优势不再，来自外国的竞争日益激烈。[2]为投选民之所好，实现4%或更低的失业率，几乎成了两党竞选的集结号。

尼克松绝不接受因抑制通胀而引发经济衰退的可能性。因此，1970年的经济衰退刚露端倪，他迅即把通货膨胀甩到一边，而将首要目标放到了降低失业上，并开始寻求美联储的帮助。与此同时，专业人士对货币政策的观念也正好发生了改变。货币政策在总需求管理中的作用，从早前的无足轻重，上位成为政策舞台上的主角，甚至取代了财政政策的地位。这主要因为之前一系列的货币政策实践，已充分展示了货币政策的效力。

1968年6月，国会通过了1968年财政收支控制法案，把所得税提高了10%，同时也给联邦政府支出设定了上限。联邦政府赤字从1968财年（1967年7月1日至1968年6月30日）占GNP的2.9%，大幅缩减至1969财年的小幅盈余，考虑到财政的大幅紧缩，凯恩斯主义者预计经济增速将会放慢。但事实上，由于M1仍然保持较快增长，扩张性货币政策的影响最终压倒了财政紧缩的效应，经济增长异常强劲，通货膨胀也继续上升。1968年末，FOMC启动加息，M1增速从1969年第2季度开始下降，到1969年第4季度时，平均增速下降到了2.8%。与之同时，1969年税收改革法案调高了标准抵扣，并通过降低劳动所得的最高边际税率，变相提高了个人所得税减免额，这些措施都降低了整体税负水平。这一次，

紧缩性货币政策的影响最后压倒了财政扩张的效应，1969 年 12 月，又发生了一次经济衰退。

国会就税收法案展开的政治争斗表明，想把财政政策当作稳定经济的工具非常不切实际。更复杂的是，1968 年的增税还和越南战争的政治问题搅到了一起。1969 年的税收改革法案，原本是想延长之前的增税计划，结果变成了一个减税的大礼包。在财政政策被政治所掣肘的情况下，货币政策自然成了总需求管理的不二选择。和大多数经济学家以及政客所预期的一致，在 1970 年代，FOMC 已清楚地知道，自己在促进高增长和低失业的宏观政策中至关重要。

在 1970 年国会秋季选举之后，政府的主要目标转向实现 4% 的失业率。1970 年 11 月，麦克拉肯在写给尼克松的信中[③]说道：

> 政府以外，一般人期望 GNP 在明年可以达到 1.05 万亿美元（译者注：原文为百万，疑误）以上，但在最好的情况下，这也不会带来失业率的下降。假定生产率提升 4.5% 而劳工人数增加 1.5%，只有让 GNP 增速达到 9%，才有可能轻微降低失业率。我们必须选定路径并制定政策来实现这个目标，在货币供给增速只有 5% 的情况下，这是不可能完成的任务。

1970 年 12 月，政府经济学家预测 1971 年的 GNP 将增加到 1.065 万亿美元（译者注：原文无量纲，疑有遗漏），而 1972 年失业率将降至 4% 左右。行政管理和预算局（OMB）局长乔治·舒尔茨则一再要求货币增长速度维持在 6% 以上。[④]

伯恩斯乐于推行扩张性货币政策，但前提条件是得到收入政策工具以对付通货膨胀。伯恩斯（美联储纪要，1970 年 11 月 6 日，

第 3116 ~ 3117 页）对理事会成员说道：

> 目前来看，因工会压力而引发的成本推进型通货膨胀，在未来趋于缓和的前景很黯淡。除收紧货币政策外，美联储对此无能为力，但以当下的环境，这个国家不会接受失业率达到6%的水平……完全不顾失业率方面的后果，是不可能的事情……我（伯恩斯）不认为联储可以靠一己之力应付通货膨胀。唯一有效的解决之道，是采用某种类型的收入政策。

1970 年 12 月 7 日，在佩珀代因学院（Pepperdine College）的一次演讲中，伯恩斯提出“用一种收入政策手段作为货币政策和财政政策的补充，是很值得期待的事情”。在 1971 年初夏之前，尼克松听从了舒尔茨的建议，拒绝任何形式的价格控制。但财政部部长约翰·康纳利的意见逐渐占据了上风，并从这个夏天开始，康纳利也成了尼克松的头号经济智囊。

1970 年，FOMC 稳步下调利率（参见图 8 – 2）。在 1970 年 10 月的会议后，平均利率水平约为 6%，实际利率则略低于 3%（参见图 8 – 3）。这个实际利率水平依然足够高，以至于整个秋天，M1 增长都比较温和。从 1970 年 11 月到 1971 年 3 月，M1 的季度增速一直维持在 3.5% 左右，低于其目标值。到 1971 年 3 月之前，FOMC 已将利率压低到 3.5%，相应的实际利率则接近于零。在 1971 年 1 月的 FOMC 会议上，论及未来两年货币增长的可能状况，伯恩斯显露出了一种非对称的决策思维模式。在 M1 增速下降时，伯恩斯竭力推动 FOMC 调低利率，但在 M1 增速加快时，却很不情愿提高利率。

在伯恩斯眼中，货币数量的变化对货币政策而言并非紧要。但

鉴于政府异常关注 M1，而伯恩斯又有意与政府维持良好关系，以便在收入政策上对其施加影响，因此也不得不对 M1 增长分外关心。伯恩斯（FOMC 会议纪要，1971 年 1 月 12 日，第 41 页和第 69 页）告诉 FOMC：

> 由于货币增长率不达目标，政府对美联储的信任正在降低。出于想对政府的其他政策产生影响，我（伯恩斯）并不在意美联储声望和可信度的丧失……重要的是，美联储的官员不要忘记联邦储备系统也是政府的一部分，不管美联储做了什么或没有做什么，都会影响到政府和国会的行为。

在 1971 年 4 月 6 日的会议时，M1 的季度增速跳升至 7%。尽管 FOMC 为 M1 增长制定过一个基准，但委员们仍习惯从利率变化来观察货币政策的运行。圣路易斯储备银行主席达里尔·弗朗西斯是当时唯一的例外。考虑到 FOMC 更接受渐进调息（而不是大幅调整）的方式，伯恩斯很容易地说服了委员会对联邦基金利率只进行窄幅提升。《1972 年经济报告》（第 57 页）后来写道：

> 1971 年第 2 季度，货币增长速度超过了期望的水平……暂时实现了“降低货币市场紧张程度”的目标……从 1970 年 12 月到 1971 年 6 月，货币存量经季节调整的增速达到了 10.2%。而广义货币存量（M2）……经季节调整的增速则攀升到了 16.1%。

1971 年春，外国中央银行不得不出手干预外汇市场，以阻止本币对美元升值。1971 年 5 月，德国允许马克浮动，而其他国家则继

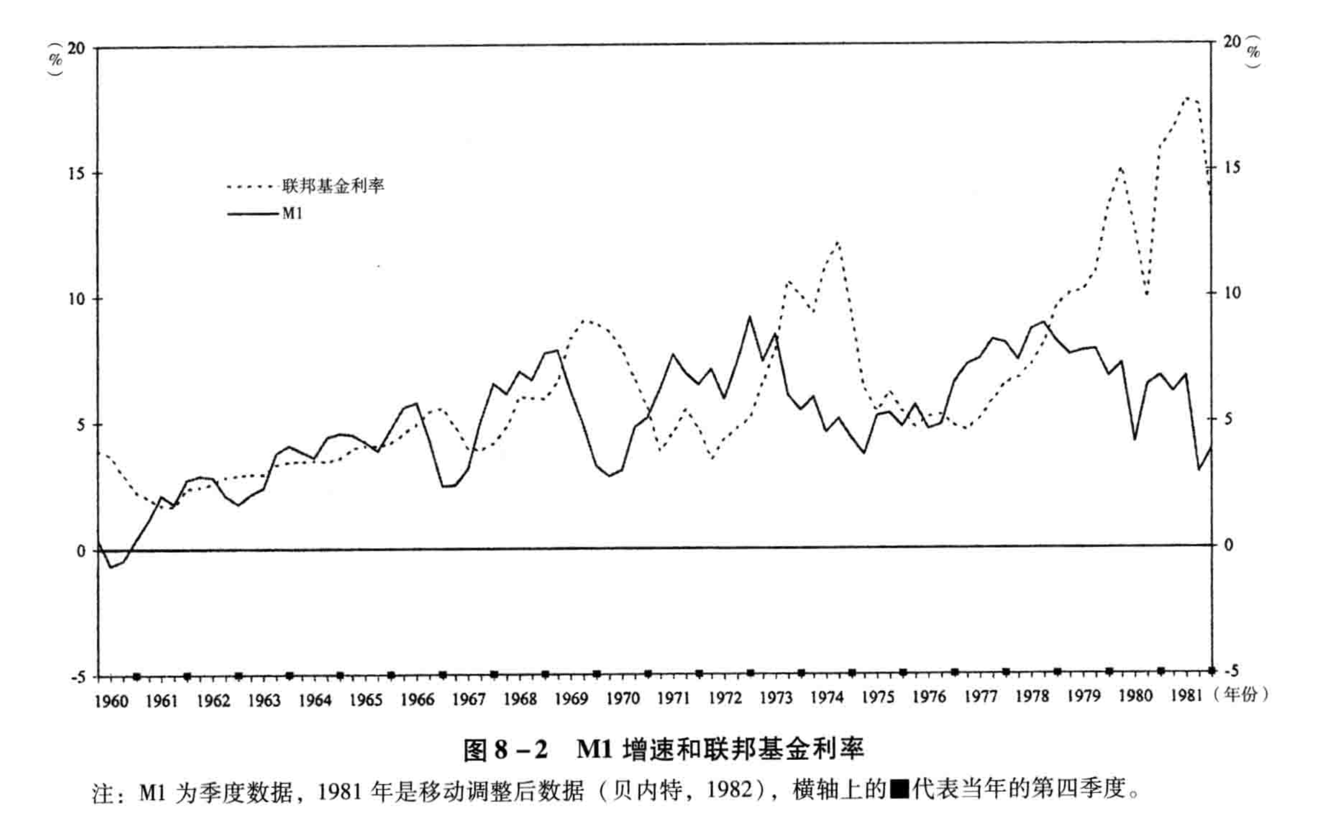


图 8－2　M1 增速和联邦基金利率

注：M1 为季度数据，1981 年是移动调整后数据（贝内特，1982），横轴上的■代表当年的第四季度。

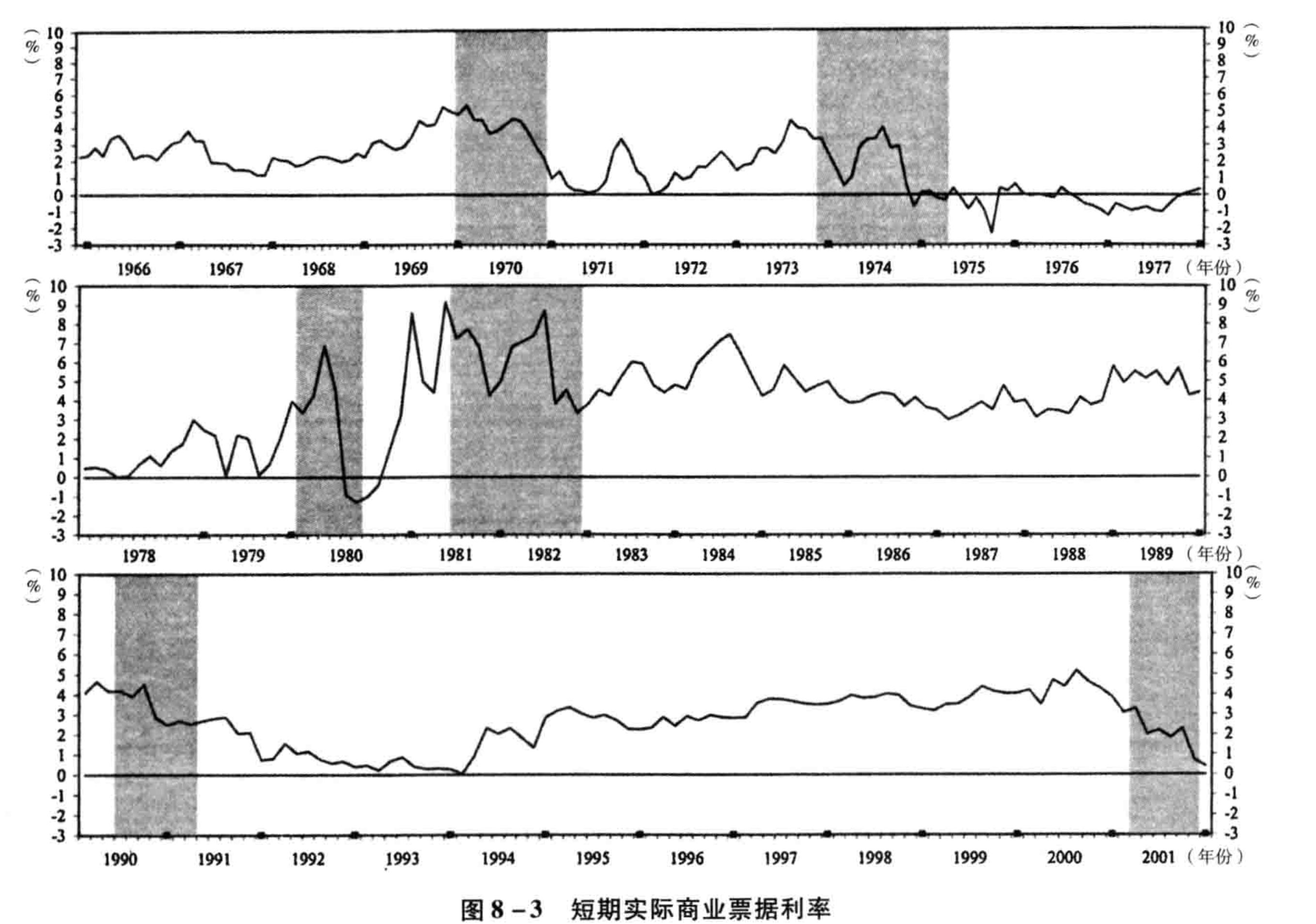


图 8－3　短期实际商业票据利率

注：实际利率等于商业票据利率减去联储理事会的通胀预测。阴影部分代表经济衰退期。横轴上的■代表公开市场委员会每年 12 月的会议。第四章的附录，“各种利率估算”，详细介绍了这些数据的计算过程。

续购买美元。纽约联储主席海耶斯建议 FOMC 提高利率来捍卫美元。讽刺的是，尽管伯恩斯和海耶斯一样，也认为浮动汇率可能让世界重回竞争性贬值的混乱状态（这也正是推动“大萧条”恶化的重要原因）。但对当时的政治家而言，这个建议却无异于一个诅咒。由于需要获得政治上的支持，来推动一直鼓吹的收入政策，伯恩斯并不愿意因维护美元的对外价值而加息，以免危及其计划（行天丰雄和沃尔克，1992，第 114 页）。

1971 年 8 月 13 日，英国要求“兑付”其购买的美元，以避免因美元贬值导致的损失。康纳利认为英国人意在黄金。[⑤]从 1968 年 3 月以来，除了对一些小国，美国就已不再出售黄金了。1971 年 8 月 15 日，尼克松在戴维营发表声明，宣布关闭黄金窗口，并同时实施物价和工资管制（所谓的“新经济政策”）。在这个声明中，尼克松用到了“美元疲弱”一词，让这个事件看起来像是外国人发动的一场汇率危机，而他对此做出了强有力的回击。

二　管制

对尼克松政府未能降低失业率和通胀，民主党人大加抨击。为了让政府更加难堪，民主党人控制的国会甚至给了政府其自己也没有想过要用的权力，以便把尼克松优柔寡断的个性展示到极致。在 1970 年通过的国防生产法案中，国会赋予了尼克松政府管制信贷的权力。表面上看，信贷管制可以在无须提高利率的情况下限制信贷扩张，进而遏制通货膨胀。1970 年 8 月，国会又赋予了政府实施工资和物价管制的权力。

到 1971 年 8 月为止，尼克松在执政的两年半中，一直排斥约

翰逊曾经使用过的直接干预私人部门价格制定的方法。那他为何最后又改弦更张，选择了管制呢？到 1971 年 5 月 FOMC 会议之前，债券收益率的上涨显示出通胀预期正在上升，如果被这一预期所引发的通货膨胀当头一棒，货币政策扩张对经济的刺激作用将受到很大削弱。⑥

对此，伯恩斯建议尼克松限制工会力量。在伯恩斯的观念中，工会是导致失业率居高不下和通货膨胀的罪魁祸首⑦。一旦商人们不再担心工资上涨，经济复苏就能得以延续。通货膨胀预期导致的债权收益率上升，会干扰扩张性货币政策的效果。鉴于此，伯恩斯建议尼克松冻结物价和工资水平。此外，在 7 月初，一年两次的 CEA 经济评论判断，1971 年的 GNP 将不能达到 1.065 万亿美元（译者注：原文无量纲，疑有遗漏）的目标。相应地，在 1972 年夏天之前，失业率也达不到政府预计的 4.5% 的目标（《1972 年经济报告》，第 21 页）。尽管政府得到了预期的高货币增长，但因通胀心理所引起的债券收益率上升，无疑将削弱其对经济的刺激性影响。

1971 年 7 月 23 日，在众议院联合经济委员会（JEC）举行的听证会上，伯恩斯对政府不愿实施管制而要求刺激性货币政策的想法提出了异议。在伯恩斯（美国国会，1971 年 7 月 23 日，第252 ~ 254 页、第 259 页）看来，只有限制劳工抬升工资的能力，国家才能在抑制通胀的同时实现对经济的刺激：

> 一两年以前，大家普遍认为，大量的资源闲置……会让通货膨胀螺旋得到明显改善。但这并没有发生……经济学原理并

> 没有像通常一样发挥作用……工人斗争的加剧……可能使超额工资上涨的幅度更大、速度更快。

尼克松决定拉拢伯恩斯。既然价格管制是扩张性货币政策的必要前提，尼克松也就不再拒绝使用这一手段。1971 年 8 月 15 日，尼克松宣布了在戴维营制定的一系列措施，包括关闭黄金窗口、提高进口关税以及对工资和物价进行管制。[8]伯恩斯终于得到了一直为之游说的收入政策。此外，通过邀请其参加戴维营的会议，尼克松也把伯恩斯发展成了一个全面合作的伙伴，确保了他对政府经济扩张政策的支持。《1972 年经济报告》（第 56 页）写道："在 8 月 15 日之后，确保新经济政策的成功已成为货币政策一个新的目标。"戴维营计划的抛出让民主党人目瞪口呆。沃特尔·赫勒赞扬了这一政策，认为是"从无所作为到真抓实干"的变化，这也代表了公众普遍的感受。[9]

新经济政策的第一阶段，是为期 90 天的工资 - 物价冻结。第二阶段则是建立生活成本委员会（Cost of Living Council，COLC）、物价委员会（Price Commission）和薪资委员会（Pay Board，由来自工人、企业和其他公众的 5 位代表组成）。薪资委员会给工资每年的增幅设定了 5.5% 的上限，物价委员会则给价格设定了 2.5% 的增长上限，二者之差为 3%，代表了估算的劳动生产率增长趋势。大型企业在提高工资和产品价格之前，需要先获得监管者的许可。是否同意提价，要视利润率测试的结果而定。中型企业则需要对提价进行报备。其他企业没有强制报告的要求，但要接受现场抽查。[10]由于相关政策的执行更多依赖企业的主动配合，而不是庞大的官僚机构，让大家感受到"公平"才是最重要的。

在公众看来，只管制工资而不管利率似乎不大公平。国会曾好几次威胁要对授权价格管制的经济稳定法案进行修正，以便把利率管制也包括进来。不过，1969 年，当市场利率高于 Q 条例规定的存款利率上限时，大量资金从纽约流向伦敦，这一经历表明，管制货币市场是不可能的事情。为了让工资管制在政治上更可接受，在不直接管制利率的情况下，政府建立成立了一个利率与股息委员会（CID）。伯恩斯出任该委员会的主席，之所以这样安排，主要是想避免货币政策屈从于康纳利领导下生活成本委员会（FOMC 会议纪要，1971 年 10 月 19 日，第 1011 页）。CID 主要用“道义劝说”来限制企业的红利支付，以及“受管理”利率的上升，包括按揭贷款、消费者信贷以及对中小企业的贷款，等等。

价格管制的目的在于控制通胀的上升，为扩张性货币政策提供空间。在管制开始实施时，通货膨胀接近 4%，距离物价委员会所设定的 2.5% 的目标不算太远。仅为了消除这点差异，就采取如此广泛、随意的管制手段，不顾正当的程序，并放任政府权力的武断使用，理由显得太过牵强。不过，“高”失业率却是一个有力的政治议题。1972 年 3 月 23 日，在针对经济报告的讨论上，联合经济委员会（JEC）把 1972 年 5.7% 的失业率称为“美国最紧迫经济问题”（国会季刊，1972 年 3 月 25 日，第 690 页）。

国会、政府以及绝大多数经济学家都赞成扩张性货币政策。未来的诺贝尔经济学奖获得者弗兰科·莫迪利亚尼（美国国会，1971 年 7 月 20 日，第 113 ~ 114 页）在国会做证时说道：

> 你必须注意到，物价正在上升，除了制造大规模的失业，

> 我们没有其他办法来将物价上涨控制到4%以下的水平。面对高通货膨胀，货币收入需要上升……比如11%……那货币供给必须增加多少呢？……10%显然不足为虑。

《1973年经济报告》（第53页）指出："管制的目的是……降低人们对通胀率还会继续上升的恐惧……并进而……松开政府的手脚，以实施更具扩张性的政策。"伯恩斯（美国国会，1973年3月20日，第398页）在国会做证时指出："有了一个有效的工资和物价政策后，货币政策的主要任务是促使经济扩张达到足够大的规模，以缩小实际产出与充分就业的潜在产出之间的缺口。"

在当时，没有人意识到4%的失业率目标并不现实。实际上，1971年在政治上不可接受的6%，已经与充分就业水平相去不远。[11]经济在后来曾经达到的最低失业率水平，即1973年10月的4.6%，这还是价格管制和扩张性货币政策双管齐下才达到的结果。这个时候的公众，还不理解因摩擦性失业引起的正均衡失业率概念。在他们观念中，失业者只是那些站在街角无所事事的人。

三　表面上的成功

1971年秋天，由于货币增长停滞不前，伯恩斯与白宫之间的关系也有点紧张。在1971年8月价格管制公告之后，FOMC按兵不动。由于公告降低了通胀预期，这事实上等于抬高了实际利率水平（参见图8－3）。随时间的推移，政府对货币减速愈发担心。[12]

1972年初，伯恩斯在FOMC内部也听到了另外一种不同的声音，特别是纽约联储，再次对（布雷顿森林体系）汇率平价的可维

持性表示担忧。1971 年 12 月 18 日，IMF 成员国同意美元有效汇率贬值 8.6%，而到 1972 年 1 月，《史密森协定》（Smithsonian Accord）最终宣告瓦解。尽管如此，在 1972 年 1 月的会议上，伯恩斯只打算讨论 M1 增速过低的问题。会议之前，FOMC 成员被告知，讨论内容将只涉及国内经济。此外，他还前所未有地把此次会议时间提前了一个星期。[13]

1972 年 2 月例会时，部分委员很担心重现 1971 年春天的经历，当时，美联邦基金利率突降导致了货币供给的快速增长（FOMC 会议纪要，1972 年 2 月 14～15 日，第 213 页）。例会期间，纽约联储公开市场交易办公室（Desk）将联邦基金的目标利率下调了 0.5 个百分点，到了 3.25%。蓝皮书预测 M1 增速将大幅上升。[14]在 1972 年 3 月的例会上，美联储经济学家预计第 1 季度 M1 增长率将达到 9.5%。会议记录显示，伯恩斯之所以反对大幅提高联邦基金利率，主要是担心这会让薪资委员会无法把工资涨幅控制在指导线以内（FOMC 会议纪要，1972 年 3 月 21 日，第 338～340 页）。

1972 年 4 月的例会决定重新调高利率，但只提到了 4.25% 的水平，与此同时，M1 继续快速增长。会议上，伯恩斯极力反对加息，因为担心这会推高住房按揭利率，进而加大薪资委员会控制工资上涨的难度（FOMC 会议纪要，1972 年 4 月 18 日，第 417 页）。布里默理事（FOMC 会议纪要，1972 年 4 月 18 日，第 448 页）支持伯恩斯的看法：

> 很重要的一点是，政府当时（指 1971 年 8 月 15 日的“新经济政策”）在国会和美联储的支持下，决定采用直接管制的

办法来对付通货膨胀，而不是任由经济减速和过剩产能增加。如果还需要更有效的反通胀方法，那只能诉诸更严厉的管制手段……而绝不是通过货币政策。

到1972年7月18日的例会时，M1增长已连续两个季度超过FOMC制定的6.5%的基准值。为避免提高联邦基金利率，FOMC重新设定了M1月度增长基准，以允许在一度减速之后出现的高速增长。不过，到1972年8月15日例会时，事态发展已变得很明朗，如果不提高利率，货币增速不仅无法在第3季度达标，第4季度同样不会落入基准水平之下。

在FOMC内部，伯恩斯反对加息的观点得到了一些重要人物的支持。布里默理事和米契尔理事都把降低失业率放在更重要的位置。一些地方储备银行的主席和理事，特别是新近当选的理事，也全力支持伯恩斯。但尽管如此，伯恩斯仍担心那些持反对意见的人，会把FOMC内部的分歧公之于众。为此，在这次例会上，伯恩斯向FOMC成员强调，美联储是美国政府的一部分，因而有义务对收入政策提供支持。这一政策立场，显然限制了FOMC调升利率的能力（FOMC会议纪要，1972年8月15日，第826~827页）。

到9月19日的例会时，M1增长已经明显超过了其基准路径。公开市场交易办公室曾在8月末上调利率，但仅到5%的水平。之后，在9月，为扭转3个月期国库券利率上行的趋势，公开市场交易办公室又一改操作方向，把联邦基金利率下调到了5%以下。在1972年9月19日的会议上，伯恩斯拒绝进行任何幅度的加息。他

再次告诉其他委员，提高利率会让薪资委员会无法在 1973 年初将工资指导线降低到 4%（FOMC 会议纪要，1972 年 9 月 19 日，第 866 ~ 867 页）。

在这次例会中，伯恩斯的意见遭到了 FOMC 多数成员的反对。但伯恩斯继续争辩，认为加息举措将削弱国会对联邦政府支出上限的控制。此外，他还强调，加息还可能会导致利率与股息委员会（CID）对利率实施指导性定价（FOMC 会议纪要，1972 年 9 月 19 日，第 915 页）。伯恩斯要求 FOMC 设定指引，不管货币供给增速如何，都不提高联邦基金利率。另外，他告诉地方储备银行的主席，不要允许其理事会成员提出提高贴现率的建议（FOMC 会议纪要，1972 年 9 月 19 日，第 866 ~ 867 页）。最后，FOMC 遵从了伯恩斯的意见，没有做出加息决定，并将利率维持在 5% 的水平，直到 1972 年 12 月 19 日的例会。[15]

1972 年的 M1 增速为 8.4%，M2 增速则为 12.8%。价格管制与扩张性货币政策相结合，带来了高经济增长和低通货膨胀，1972 年的实际国内生产总值（GDP）增长了 5.1%，CPI 通胀率则为 3.2%，12 月，失业率也降到 5.2%。除了前面这些政治上的考虑，伯恩斯还受两党之争的影响吗？

到 1974 年时，随着通货膨胀突破两位数，有批评者开始指责伯恩斯用扩张性政策帮助尼克松再度当选。不过，在 1972 年，全国上下一致都支持扩张性货币政策。比如，波士顿联储定期对经济学家进行的调查显示（该调查包含在红皮书中，主要针对经济学家对货币政策的评价。红皮书是褐皮书的前身，和绿皮书一样，也是 FOMC 会议材料之一），大部分经济学家都支持美联储当时的政策。

在 1972 年 8 月 9 日的红皮书中，调查机构 DRI 的创始人奥托·埃克斯坦，以及保罗·萨缪尔森的评论是“目前这个时候采取紧缩政策，会导致经济复苏夭折”。此外，埃克斯坦还认为，解决结构型通胀并非美联储的工作。

政府和国会也都希望扩张性货币政策。后来，参议员普罗克斯迈尔成为了伯恩斯最激烈的批评者。但即使是他，在 1972 年时也同样持有当时的主流观点，认为货币政策应保持扩张，以降低失业率。在联合经济委员会（JEC）听证时，普罗克斯迈尔（美国国会，1972 年 2 月 9 日，第 126 页）问伯恩斯：“为什么我们不充分利用工资和物价管制……来为比现在更大规模的刺激性货币政策和财政政策提供空间？”[16]

伯恩斯对宏观经济政策抱有很大的信心，而这些政策的实施需要政府和国会的支持。他认为，管制措施让同时降低失业率和低通胀成为可能。而管制有效与否，又取决于薪资委员会能否有效实施较低的工资指导水平。鉴于此，FOMC 只能在有限范围内调升利率。

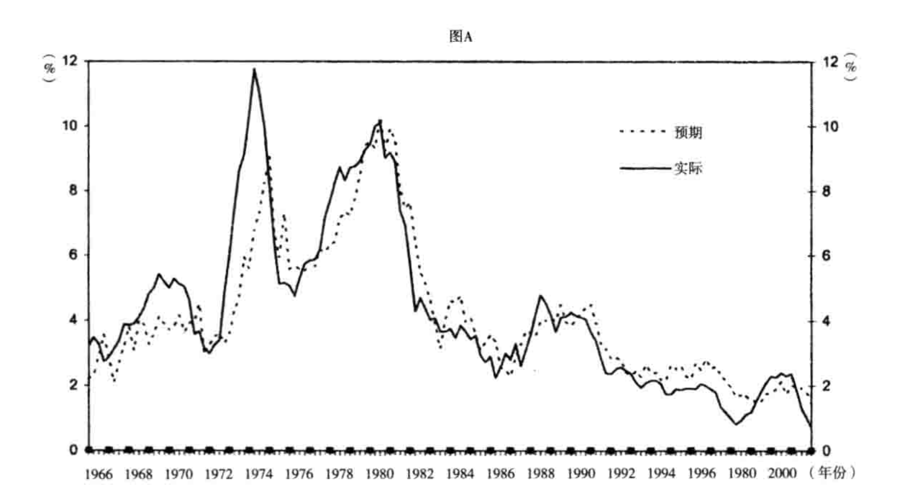
四　通货膨胀与管制的结束

1973 年初，CPI 通胀率只略高于 3%。《1973 年经济报告》（第 63 页）声称：“美国反通胀政策已成为令其他国家惊羡的奇迹。”温和的工资涨幅，连同较快的生产率增长，让 1972 年的单位劳动成本上涨也很微弱。基于这些情况，CEA 主席赫伯特·斯特恩预测，到 1973 年末，通货膨胀率将进一步下降到 2.5% 或更低的水平（美国国会，1973 年 2 月 6 日，第 6 页、

第7页、第9页)。在这种情况下，1973年1月，政府启动了新经济政策的第三个阶段。在这一阶段的管制中，绝大多数企业都无须在提价前获得许可。只要成本上升并能通过利润率测试，企业就可以提高产品价格。政府有意识地想把关注的重点放到大型企业的定价和工资谈判上。[17]

尽管尼克松政府很乐观，但在1973年中，通货膨胀状况开始变得不妙（参见图8-4)。同时列出了绿皮书通胀预测和之后实际的通货膨胀率，可以看到，在1973年，实际通胀率大大偏离了决策者预期的水平。[18]4个季度的CPI年通胀率分别达到了6.4%、8.6%、8.2%和10.5%。事实上，当时通货膨胀上升的主要动力，几乎全部来自能源和食品部门，与公众的行为无关。购物者（在那个时代，是家庭主妇的同义词）对食品价格的普遍上涨（特别是肉类价格的上涨）愤懑不平。尽管食品加工业也在管制范围，但指导价不能覆盖农产品价格的飙升，以致食品不断腾贵。

管制的重要理由在于，5.5%的工资指导线加上名义生产率的增长，可以有效抑制企业成本的上升。而企业在提价之前必须通过的利润率测试，则可以限制成本之上的利润加成幅度。管制的确抑制了工资的增长，从1971年第4季度到1972年第4季度，单位劳动成本的平均涨幅只有2.4%。[19]而科斯特尔（1975，第37~46页）曾证明，在1973年之前，非金融企业提价通常都源于单位劳动成本的上升。不过，尽管逻辑上环环相扣，但二战以来范围最为广泛的价格管制实验，仍无法阻止通货膨胀的蔓延。



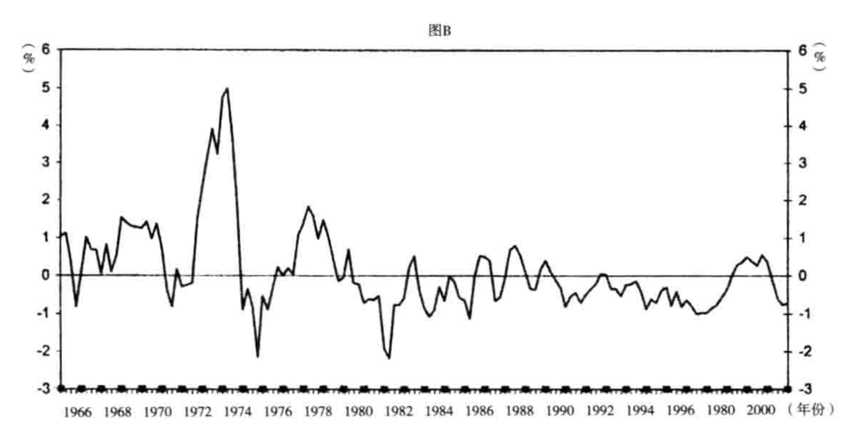


图 8－4　图 A 通货膨胀：绿皮书预测的通货膨胀与实际通货膨胀

图 B：预测误差

注：通货膨胀预测值取自最接近季度中期的例会绿皮书（具体而言，第 1 季度为 1 月底；第 2 季度为 5 月底，第 3 季度为 8 月底，第 4 季度为 11 月底），是对后 4 个季度通货膨胀预测的平均值。实际通货膨胀数据由可获得的每季度最后一个月的“终值”计算得出。到 1991 年第 4 季度前，通货膨胀为 GNP 平减指数，1991 年 1 月到 1996 年第 2 季度，为 GDP 平减指数，之后均为连锁加权指数。横轴上的■代表当年的第四季度。

价格管制授权的有效期截至1973年4月30日。国会中的民主党人把延长该法案的表决，变成了一次对尼克松政府实施管制计划的不信任投票，以迫使其加大价格管制的力度。商业团体和政府的游说最终战胜了加大管制力度的各种提议，包括把价格回调到上涨前的水平，对全国范围内的房租进行管制，以及冻结利率，等等。在这些争论尚在进行期间，伯恩斯已抢先一步，把管制范围扩大到了利率领域。

在1973年3月19日的例会前，FOMC已将联邦基金利率从1972年12月的5.5%，提高到了7%。尽管货币市场利率在上升，但伯恩斯领导的利率与股息委员会（CID）却阻止银行调高优惠利率。当与联邦基金利率同步变化的货币市场利率超过优惠利率时，企业迅速舍弃商业票据市场，转而投向银行贷款。从1972年12月到1973年3月，商业银行信贷增长速度达到了20%。

伯恩斯认为，由于CID有效压制了“受管理”利率的上涨，FOMC因此重获调高货币市场利率的空间。[20]“受管理”利率指的是那些具有一定政治敏感性的贷款利率，如小企业贷款、消费者贷款、农场主贷款以及住房按揭贷款，等等。限制银行对上述这些贷款收取的利率，给金融体系造成了一定程度的扭曲。1973年初，当FOMC将联邦基金利率提高到优惠利率之上时，作为应对，纽约的银行纷纷上调了优惠贷款利率。但很快，伯恩斯又迫使这些银行把利率调回到之前的水平（美国国会，1973年2月20日，第426页）。1973年4月16日，CID建立了一个两级优惠利率体系，允许银行针对大企业的优惠贷款利率随市场利率浮动，而针对“受管理”贷款的优惠利率则需继续低于市场利率水平。

尽管伯恩斯本人一再否认，但事实上，在1972年到1973年初之间，当经济活动逐渐走强时，FOMC也人为抑制了联邦基金利率应上升的幅度。CEA成员以斯拉·所罗门（美国国会，1973年2月6日，第21页）把1972年的利率变化做了一个历史比较：

> 这次经济复苏中的利率变化和以往任何一次复苏都完全不同……拿3个月期国库券来说，1948年复苏中，上升了54%；1954年复苏中，上升了199%；1958年经济复苏中，上升了204%；1960年复苏中，上升了22%；而在当前的这次复苏中，居然下降了9%。

人为压低利率的结果，是货币的快速增长，1971年，M1增速为6.7%，到1972年达到了7.1%。到1973年春，快速的货币增长终于导致了通货膨胀的加速。

从1973年4月17日的例会开始，FOMC开始认真考虑限制货币供给量增长的问题，方法则是把之前设定的M1季度增速基准值变成真正的货币政策目标。促成这一改变的一个原因，是通货膨胀与高M1增速之间的关联性。鉴于此，伯恩斯也开始认为，控制通货膨胀还是得靠美联储。对第三阶段中的价格管制，伯恩斯觉得执行上太过宽松，并对此大为不满。当然，由于1973年春的水门事件，尼克松政府的威信受到巨大打击，也逐渐失去了团结各方力量、继续强化管制的能力。伯恩斯（FOMC会议纪要，1973年4月17日，第466页；5月15日，第519页）指出，“对政府的信任正在危险地下降，这无疑增加了美联储肩上的责任”。

1973年6月，伯恩斯力劝尼克松再次实施价格冻结，以重塑其

领导形象。[21]考虑到政治上很敏感的食品价格仍在继续上升，参议院民主党决策会议投票通过了一项法案，要求对所有价格、利润以及利率实施为期90天的冻结。尼克松的经济顾问反对这一冻结方案，但据尼克松的讲稿撰写人萨菲尔（1975年，第507页）回忆，尼克松本人愿意冻结价格，因为他“急需一次引人注目的行动来显示‘总统的威权’”。1973年6月13日，尼克松宣布对物价实施为期60天的管制，同时控制农产品出口。在多数人看来，尼克松的这一决定带有很强的机会主义，因为之前管制得以成功的条件都不再具备。商人不再相信管制只是临时性措施，五花八门的规避逃脱代替了当初的主动配合。

因为经济活动仍处上升趋势，这次价格管制意外地制造了短缺。农场主宁愿把小鸡溺死，也不愿将其赔本卖到市场上。正像国会季刊（1973年7月21日，第1928页）写道的那样：“在价格冻结的情况下，理论上你可以按每磅59美分购买小鸡，但实际上，你买不到任何小鸡。”肉类制品几乎从超市货架上消失无踪。短缺进一步动摇了对价格管制的支持。1973年7月18日，尼克松政府终止了全面冻结，并进入价格管制的第四阶段。在这个阶段中，大企业在提价前必须先行公告，而生活成本委员会（COLC）有权对其进行否决。在政府取消全面管制的背景下，上述计划的实际效果更多只是防止了价格的暴涨，而非遏制通货膨胀。

在价格管制引入之初，商业人士曾满腔热情地对其进行了支持。但到1973年时，和工会斗争比起来，政府武断专横的控制成了他们更担心的噩梦。在演变为选择性执法后，管制政策的效果也大打折扣，最终的破产已不可避免。1973年第4季度和1974年第

1 季度，CPI 通胀率分别达到了 10.5% 和 12.5%。

价格上涨幅度最大的是国际贸易类产品，如农产品、金属和纸张等，其定价不受管制。因为贸然管制，只会增加这些产品的出口。工资上涨是价格管制的核心，但物价腾贵，让其在政治上难以持续。随着公众对价格管制的支持消失不再，国会通过特别立法对其进行了逐一的清除。1974 年 4 月 30 日，国会任由价格管制法案到期失效，就此退出历史舞台。

1973 年 10 月，中东战争爆发，FOMC 维持利率不动。伯恩斯希望美国通过外交压力来终止贸易禁令，同时，他也不想让公众产生印象，意味货币政策可以抵消石油危机带来的破坏性影响。他告诉 FOMC“目前情况下，任何政策放松都可能是有害的，因为这可能让大家误以为，货币政策可以在当前经济问题的解决中起到重要作用，进而导致私人部门甚至是政府陷入混乱，做出方向错误的努力”（FOMC 会议纪要，1973 年 11 月 19 ~20 日，第 1232 页）。

在货币政策是否要容忍由石油价格上涨导致的通货膨胀上，FOMC 出现了分歧。希恩理事（FOMC 会议纪要，1974 年 1 月 22 日，第 100 页）赞成容忍此轮通货膨胀。“如果不想加剧经济衰退的话，委员会除认可物价上涨外别无选择”。堪萨斯城储备银行主席克莱（FOMC 会议纪要，1974 年 1 月 22 日，第 113 页）对此表示反对：

> 这个国家对 1930 年代“大萧条”的记忆延续的太久，而对通货膨胀可能给经济以及人民的未来造成的危害知之甚少。其结果就是，遏制经济衰退的政策会迅速执行，而防止通货膨

胀蔓延的行动则拖沓的没完没了。

此次例会中，伯恩斯（FOMC 会议纪要，1974 年 1 月 22 日，第 115 页）的观点是："经济正遭受的是石油短缺……而不是货币短缺。"最后，FOMC 讨论的重点集中在调整联邦基金利率以保持货币数量适度增长。[22]

水门事件极大地削弱了尼克松总统的领导力。在政府无法再用道德劝说干预私人部门价格制定的情况下，美联储不得不单枪匹马地对抗通货膨胀。伯恩斯（FOMC 会议纪要，1974 年 3 月 19 日，第 391 页）在例会上说道："在所有的民主国家中，政府都相对软弱……由于弱政府无力遏制通货膨胀，这一职责就无可避免地会落到了中央银行的头上。尽管应对通胀的能力也有限，但如今，中央银行也只能承担这一责任。"

五　是欧佩克或联储制造了通货膨胀？

1973 年以后，尽管存在工资管制，但通货膨胀依然开始飙升，再用"工资推进"来解释此时的物价上涨显然不合时宜。决策者由此将其归因于一些特殊因素（赫泽尔，1998），并认为这些特殊因素将在 1974 年趋于消失，届时通货膨胀也会随之降低。但不幸的是，在整个 1974 年，通货膨胀依然维持在两位数以上。到 1974 年下半年，通货膨胀仍未消退，伯恩斯又转而认为是政府赤字引发了通货膨胀，但这一判断的问题是，当时的赤字规模并非特别大。以占 GDP 的比重来衡量，政府（联邦、州及地方政府）盈余或赤字分别为：1969 年 1.1%，1970 年 -1.0%，1971 年 -1.7%，1972

年 -0.3%，1973 年 0.5%、和 1974 年 0.2%（1970 年和 1971 年的财政赤字反映了经济衰退）。

许多经济学家把 1974 年通货膨胀归因于欧佩克（OPEC）始于 1973 年 10 月的提价行为。[23]但实际上，在油价提升之前，扩张性货币政策已经导致通货膨胀加快。各国中央银行在外汇市场上大量买入美元，以阻止本币对美元的升值，这又将美国的扩张性货币政策传导到了世界范围。七国集团成员平均的广义货币增速，在 1971 年和 1972 年分别为 16% 和 17%（霍奇森，1991）。1973 年秋，参议员普罗克斯迈尔写信给伯恩斯（1973，第 796 页），请他对弗里德曼的批评做出回应，弗里德曼认为，美联储放任货币超速增长才是通货膨胀根源所在。伯恩斯为美联储 1972 年的政策进行了辩解，其中一个证据，是美国的 M1 增速比其他工业化国家要更低。[24]不过，考虑到其他国家货币都钉住美元，不难理解，这些国家的货币快速增长的根源还在美国的高通货膨胀。

全球性的货币扩张很自然地引发了世界范围的经济繁荣，这为欧佩克（石油输出国组织，OPEC）提高石油价格创造了条件（巴斯基和吉里恩，2001）。1972 年，七国集团成员平均实际 GNP 增速达到了 7% 左右。[25]经济繁荣也引发了大宗商品价格暴涨。从 1972 年中到 1973 年秋，经济学人工业原材料现货价格指数几乎翻了一番。此时，欧佩克成员对石油的美元价格上涨还有一定的限制，原油价格从 1971 年第 2 季度的每桶 1.96 美元上涨到 1973 年第 3 季度（欧佩克提价前夕）的 2.32 美元。在 1973 年的前 3 个季度中，通货膨胀连同美元贬值，限制了石油真实价格的上涨幅度。

面对全球性经济过热，欧佩克可以通过削减产量来达到大幅提

价的目的。1973年10月6日，以色列与阿拉伯国家间爆发了第四次中东战争（译者注：原文为6日战争。6日战争为爆发于1967年6月5日的第三次中东战争，疑原文有误），欧佩克宣布向美国实施石油禁运，并将石油产量削减5%。当然，欧佩克提价得以实施，也反映出对石油的短期需求非常缺乏价格弹性。时任国际货币基金组织总裁的耶勒·泽尔斯特拉评论道："如果不是因为各国在1972～1973年热衷于过度扩张的经济政策……欧佩克的提价行为就不可能持续"（转引自梅厄，1980，第215页）。从1973年9月到1974年5月，原油价格从每桶2.8美元一路上涨到每桶9.6美元。欧佩克的提价对美国的影响，主要是通过改变供求数量来发生的。在被管制的价格水平下，美国国内的原油生产受到抑制，而同时石油消费被变相鼓励。油价管制把美国的原油价格冻结在1973年5月15日的水平，到1974年初时，这只相当于世界价格的一半左右（科斯特尔，1975，第81～84页）。

在1973年油价上涨前，全球范围的通货膨胀已经有加速的趋势（巴斯基和吉里恩，2001；德隆，1997）。1974年经济报告（表23，第93页）列出了主要国家CPI通货膨胀率的情况（从1972年12月到1973年12月）：日本为18%；加拿大、意大利和英国在10%左右；法国和德国为7%；其他经合组织成员国（OECD）平均为11%。到1973年第3季度，七国集团成员平均通胀率上升至8.8%。而在美国，价格管制在一定程度上抑制了通货膨胀，但即使如此，在1973年第2、第3季度，平均通胀率仍达到了8.4%。本章附录（"货币增长与通货膨胀"）证明，长期通胀趋势实际上决定于货币增长速度，油价冲击能提供的解释相当有限。本章另一

个附录（“伯恩斯领导时期的货币政策程序”）给出了更多的证据，表明 FOMC 窄幅提升利率的政策，不仅刺激了经济扩张，也对价格管制计划产生了影响。这从另一个角度证明，油价冲击并不是引发货币高速增长的根本原因。

六　总结性评论

本章附录（“货币增长与通货膨胀”），证明用货币增长可以预测通货膨胀。从理论上讲，给定联邦基金利率目标，M1 的增长会完全遵循名义 GDP 的增长路径。而货币增长、名义 GDP 以及通货膨胀之间的关系，反映的只是货币需求的稳定性状况，而不是货币供给对名义 GDP 和通货膨胀的影响。不过，一些经济学家根据对实证关系的研究，更支持把货币当成一个独立的影响因素。从 1973 年春到 1974 年秋，FOMC 曾一度重视其货币供给目标。而在这段时间之前及之后，美联储的货币政策都以调控联邦基金利率为主，当然，形成这种操作模式的原因，与利率在价格体系中发挥怎样的作用毫无关系（第 10 ~ 11 章和第 22 ~ 25 章）。从实证关系看，货币创造的确对名义支出产生了独立的影响，这或者是暂时性货币控制的结果，或者是货币扰动。但不管怎样，货币（而不是非货币）因素决定着通货膨胀趋势。“在任何时候、任何地方，通货膨胀都是货币现象”（弗里德曼，1963，第 39 页）。

伯恩斯为什么要实施一个扩张性，而且最后演变成了通货膨胀性的货币政策？他并不认为自己有党派政治倾向，两党都支持采取扩张性政策，以实现 4% 的失业率目标。但是，伯恩斯把货币政策用作谈判筹码，以换取其认为对控制通胀至关重要的收入政策，在

这一点上，他已然把货币政策政治化。伯恩斯担心提高短期利率会抬高长期利率，进而推高按揭贷款利率（普尔，1979），如此一来，薪资委员会便无法推行更低的工资指导标准。伯恩斯（FOMC 会议纪要，1972，第 445 页）[26]："对收入政策的实施情况表示了担忧，并暗示，未来几个月中，当务之急是强化这些政策的执行……长期利率任何显著的上涨——特别是按揭贷款利率——都会导致严重的问题。"

伯恩斯非常在意调高利率可能对管制计划产生的影响，从美联储理事会拒绝地方储备银行提高贴现率的建议就可见一斑。[27]"如果美联储采取这一行动，将引发大范围利率的上涨，很有可能会破坏经济稳定第二阶段的计划……感觉上讲，大银行向主要企业客户收取的优惠利率对贴现率上升应非常敏感"。

不过，扩张性政策最终演变为通货膨胀性政策，并非某一个人判断失误所致，而是因为美联储的政策制定被政治体系和经济理论所完全左右。社会需求对货币政策的影响，远远超过了其应有的程度。

附录 A：伯恩斯领导时期的货币政策程序

在 1960 年代后半期，FOMC 种下了高货币增长的恶因，自然也就逃不掉通货膨胀的恶果。作为应对，在 1970 年代，FOMC 尝试对政策制定程序进行调整，在确定目标利率时，把货币供给量也作为明确考虑的因素。不过，FOMC 从未放弃过制定联邦基金利率的操作模式。新程序的主要改进在于，可以让 FOMC 关注货币供给的变化情况。如此一来，就能将联邦基金目标利率设定在更合意的

水平，既可以促进实体经济发展，也能避免过快的货币增长引发通货膨胀。不过，这一尝试以失败告终。在 1979 年 10 月以前，出于政治方面的考虑，FOMC 始终不愿持续调高利率，来保持适度的货币增长。

1970 年 1 月，在马丁参加的最后一次例会上，在一心要求放松货币的鸽派的催促下，FOMC 开始设定 M1 增长目标。具体操作则是，FOMC 分别为联邦基金利率和银行净借入准备（银行超额准备金减去贴现窗口借款）设定目标区间。正如梅瑟理事（1973，第 254 页）所指出的，“如果在两次例会之间，这些总量如果偏离了目标路径，管理者将会考虑对货币市场状况进行微调”。换句话说，FOMC 继续通过调控货币市场来实现利率目标，但实际的货币供给相对于基准（及目标区间）的情况，也是制定利率目标时需要考虑的一个因素。

美联储经济学家为每次例会所准备的蓝皮书，给 FOMC 提供了各种政策的备选方案，包括给公开市场交易办公室（Desk，以下简称交易办公室）的交易指令及与之相应的术语表述方式。从 1970 年 2 月的例会起，蓝皮书开始提供 3 种备选方案，提供预计与某个 M1 增速（以例会前一个月为基数的 2 个期增速）相适应的各种货币市场条件选择（联邦基金利率、借入准备以及 3 个期国库券利率）。通常而言，方案 B 中使用的 M1 增速，是假定现行利率不变情况下 M1 增长的预测值。方案 C 会使用一个稍低的 M1 增速，而方案 A 则使用一个稍低的增速。如果 FOMC 想让交易办公室提高目标利率，就会选择方案 C，如相反，则选择方案 A。1970 年 4 月，蓝皮书在政策选择方案制订中，除使用货币与信贷总量在例会间歇

期每周的预测数据外，也首次开始使用这些指标的月度预测数据（每次例会后一个季度）（赫泽尔，1981）。

尽管上述这些程序改进，让货币数量成为联邦基金利率制定中的一个参考因素，但这并不意味着货币政策想钉住某个货币总量目标。美联储经济学家每个月都会以上月的 M1 存量为基数，重新计算未来 6 个月 M1 增长的基准水平。通过基期的调整，可以把当期货币增长对基准的偏离也纳入基准路径的制定当中。也正因为如此，FOMC 从没有制定过操作层面的货币目标。到 1970 年代后期，只有圣路易斯储备银行支持建立实质性货币目标的想法。

1970 年末，尼克松政府对 M1 增速放缓异常关注。对此，伯恩斯认为是纽约联储的交易办公室（Desk）执行 FOMC 指令不力，拖了 M1 增长的后腿，并威胁要将交易办公室变成由美联储理事会直接管辖。对此，交易办公室对操作过程进行了记录和整理，材料显示其完全遵循了 FOMC 的意图。[28]事实上，伯恩斯不过是在找替罪羊，交易办公室的确实现了 FOMC 想要达到了的利率目标，只是 FOMC 没有明确指定这些利率目标而已。为避免此类乌龙事件再次出现，1970 年 11 月，FOMC 开始在给交易办公室的指令中明确给出意愿的联邦基金目标。也是从 1970 年 11 月的蓝皮书起，美联储经济学家开始把政策方案明确为只是对目标利率的选择，并同时标注与之相应的货币增长预测值。

在 1972 年 2 月 14 日的例会上，FOMC 在指示交易办公室执行指令时，对货币增长的表述有了新的方式，开始明确列出当前季度和下一季度（始于 1972 年 5 月）合意的货币增速数值。以这些数值为基础，当"与预期的货币总量出现重大偏离时"，管理者需要

做出应对。从1972年10月17日的例会起，FOMC开始用“目标”一词来描述这些数值，并指示交易办公室在做出交易决定时，综合参考这些数据。

也是在2月的这次例会上，FOMC采用了目标准备金操作模式。但由于伯恩斯想限制加息的幅度，在货币增长加速的情况下，FOMC只好又放弃了这一操作。直到1979年1月，面对高涨的加息呼声，FOMC主席沃尔克再次启用这一手段，来控制银行的准备金。至于他使用该方法的原因，与1972年初的情形相似。布鲁斯·麦克劳利（时任明尼阿波利斯储备银行副主席）曾争辩道：[29]

> 转向准备金目标的好处是（假定）……理事会成员在心理上还没有准备好，为实现合意货币增速而决定利率调整幅度，但如果将其解释为委员会追求准备金目标的副产品，他们就会顺理成章地接受这个目标。

波士顿储备银行主席莫里斯补充道：[30]

> 1968年下半年……为避免提高利率，美联储实际供给的准备金超过了当时所有储备银行认为的合理水平。在经济扩张期，利率总会面临上行的压力，如果FOMC继续采用钉住货币市场的策略，在1972年重蹈覆辙的可能性很大。

伯恩斯不愿在1972年11月的总统大选前让货币市场利率上升，这一点，从FOMC退回常规操作模式的举动，便可昭然若揭。1972年，FOMC以季度为基础设定M1增长的目标，并在每次例会上，将其作为调整目标利率的一个触发因素。同时，在向交易办公

室下达的指令中，也提供一个2个月期M1增速目标作为参考。在1972年7月18日的例会上，FOMC对7月前两周M1的快速增长有所注意。为确保在不提高利率的情况下，在第3季度实现其6.5%的M1增长目标，FOMC改变了目标制定方式，将7月和8月的目标分别设定为10.5%和2%。但7月的例会后，M1依然延续之前的快速扩张路径。8月15日例会时拿到的数据显示，7月M1的实际增速达到了15.2%。而美联储经济学家在蓝皮书中将8月的增速目标设定为3.5%，假定联邦基金利率不变，蓝皮书预测在第3季度和第4季度，M1增速将分别为9%和8.5%。

在7月18日的例会上，FOMC将6月至8月的M1增长基准设定为5%。政策操作程序则是，若预测M1增速超过基准目标，就调升基准利率目标。在8月15日例会前，纽约联储的经济学家预测M1增速将超过基准路径，达到6.8%。作为应对，交易办公室在例会之前就提高了联邦基金目标利率，不过幅度很小，仅从4.625%提到了4.75%。在8月15日的例会上，FOMC把7月至9月的货币增长基准调高到7%。考虑到7月增速很快，以其作为基期来重新设定2个月期M1增长基准，大大提高了实际的货币增长目标。

8月例会后不久，预测的M1增速再次超过2个月期基准路径。在9月19日例会之前，纽约联储预测7月至9月的M1增速将达到11.5%。对此，交易办公室在8月末将利率上调到5%。由于货币增长仍维持较高速度，金融市场普遍预期交易办公室还会再进行一次利率调升操作。相应地，国库券利率也随之上升。

为阻止货币市场利率的急剧上涨，在9月13日结束的那一周中，交易办公室又把基金利率回调到了5%以下。在9月13日的例

会上，交易办公室主管艾伦·霍尔姆斯认为如此操作的目的在于“避免利率毫无因由的上涨，以及市场条件混乱可能到来的风险”。[31]为此，伊斯特本主席（译者注：时任费城储备银行主席）则对伯恩斯提出了批评，因为其在“委员会的不同目标与外在约束明显不能同时实现时”，没有按照规定的程序召集电话会议。[32]

在9月的例会上，伯恩斯要求FOMC“在交易指令中增加‘特别’一词……以强调……货币市场条件特别的重要性，并赋予交易办公室比通常情况下更大的灵活性”。[33]换言之，在当期情况下，委员会不再要求交易办公室提高利率。此外，为避免出现操作程序要求其加息的情况，交易办公室甚至把8月至10月的M1增长基准上调到了11.5%，等于纽约联储的预测值。[34]由此，FOMC得以把联邦基金利率固定在5%的水平，并一直持续到1972年12月19日的例会。

最后，伯恩斯告诉各个储备银行的主席，不要让他们的理事会做出调高贴现率的建议。[35]而建议提高贴现率，正是储备银行表达对美联储货币政策不满的为数不多的渠道之一。到1972年10月12日，12家储备银行中，有7家建议提高贴现率。美联储理事会给纽约储备银行发去电报，明确表示不赞成其提出的建议，因为“在当下促成经济稳定的工作中，这一建议并非紧要”。[36]

附录B：货币增长与通货膨胀

在评估价格管制的效果时，一些学者发现用货币增速可以预测通货膨胀。在二战结束到1981年金融管制放松期间，M1流通速度的增速平均在每年3%左右。由于金融创新节约了现金余额的使用，

公众的名义支出增长比 M1 快了 3 个百分点。据此，在 M1 增速上加 3%，即可得到对名义支出的预测。

在 1970 年第 4 季度到 1973 年第 1 季度之间，名义支出增长了 10.4%，与用 7.6% 的 M1 增速得到的预测值 10.6% 相比，二者非常接近。假定每年实际增长趋势值为 3%，10.4% 的名义支出增长将产生的通货膨胀率应在 7.4% 左右。不过，由于价格管制的存在，这一期间实际的通货膨胀率仅为 4%。这也让名义支出增长看起来与实际增长不成比例。

从 1973 年夏开始，政府开始逐步取消管制措施，并在 1974 年 4 月 30 日彻底完成。通货膨胀随之飙升，以修复之前因管制而造成的扭曲和压制。因此，在计算 M1 增长对通货膨胀的影响时，我们需要把价格管制时期和之后管制解除的时期进行通盘考虑。从 1970 年第 3 季度到 1974 年第 4 季度，M1 年增长率为 6.4%（M2 为 9.7%），名义 GNP 增速为 9.7%，接近 M1 增长率（6.4%）加上流通速度上升（3%）后得到的 9.4%。（M2 的流通速度没有趋势性变化，其增速正好完美地预测了名义 GNP 增速）。在名义 GNP 增长为 9.7%，实际 GNP 增长趋势为 3% 的情况下，通货膨胀率应在 6.7% 左右，而这一时期实际上的 CPI 通胀率为 6.8%。

第九章　布雷顿森林体系

1944年7月，在美国和英国的领导下，整个西方世界在新罕布什维尔州的布雷顿森林，就战后的国际货币秩序达成了一致。[1]国际货币基金组织（IMF）的协议条款要求，所有成员国都通过设定本币与美元含金量之间的平价，来建立一个固定汇率体系。在这一体系下，各国可获得一定的外汇配额用于应付暂时的收支失衡。美国承诺维持35美元每盎司的黄金价格。要确保这一新制度的成功，要求美国的货币政策为全球货币体系提供一个名义锚，但遗憾的是，美国最终并没能做到这一点。

布雷顿森林体系建立的是一种金汇兑本位，其运行原理与真正的金本位类似，但黄金所扮演的只是名义锚的角色。要维持这个制度的运行，美国必须允许本国的价格水平自由波动，以确保其他国家中央银行能获得其需要的实际黄金数量。当美国价格水平下跌时，黄金的实际购买力会上升，进而促进黄金的生产。此外，要维持这一虚拟的金本位，还需要美国价格水平相对于外国的价格水平

进行调整，以保证达到实际汇率的均衡（给定名义汇率不能调整）。而要让价格水平变化符合上述这些要求，在黄金流出时，美联储就需要容忍基础货币的减少，反之，就要允许基础货币增加。但实际上，美联储只在1959年很短的时间里遵循了这一金本位的铁律。

由于美国不愿意在黄金流出时，任由本国物价下跌，布雷顿森林体系的金汇兑本位就演变成了事实上的美元本位。而要让这一体系运转，美国必须在黄金之外为美元提供一个稳定的名义锚。尽管其他国家一直固守布雷顿森林体系的安排，但美国的货币政策最终还是将其毁于一旦。有意思的是，1920年代末的国际货币体系崩溃，起因于美国的通货紧缩性货币政策，而1970年代国际货币体系的再次崩溃，却是因为美国的通货膨胀性货币政策所致。

鉴于1930年代的汇率贬值竞争，极大地破坏了国际经济体系的稳定，因此，协议条款赋予了IMF监督固定汇率体系的职责（伊格尔，1976，第375页）。就这点来看，这一体系的设计者明显偏好于金本位制下的固定汇率体系。与此同时，政府开始承担充分就业责任的潮流，要求各国独立实施其国内货币政策和财政政策。而要保证国内货币政策的独立性，又需要周期性地破坏固定汇率的准则。因为，在典型的金本位制度下，国际收支失衡的自动调整只能通过国内的通货膨胀或通货紧缩才能完成。

诸多考虑下，最终建立的事实上是一个钉住美元的体系，而不是真正意义上的固定汇率制度。协议条款允许成员国在遭遇“根本性失衡”时进行汇率调整。其结果，导致该体系在面对经济危机时，总会出现虽不频繁但幅度巨大的货币贬值事件。[2]基本固定但允许其在失衡条件下进行调整，这种制度设计存在明显缺陷，给国际

投机者提供了单向下注的激励。这会导致国际储备持续单向流动，进而危及整个体系的稳定。

在充分就业政策的压力下，各国倾向于把收支失衡看作实际变量的产物，而不是需要货币政策修正的货币现象。凯恩斯经济学的理论体系也阻碍了人们对相关运行机制的理解，即在汇率固定的前提下，价格水平是如何变动并恢复收支平衡的。在布雷顿森林体系时期，各国启用了名目众多的保护主义手段来应对本币升值，也是当时环境使然。英国是一个极端的案例，在 1949 年、1951 ~ 1952 年、1955 ~ 1956 年、1966 ~ 1967 年以及 1972 年，英国连续遭遇汇率危机。1949 年和 1967 年，英国对英镑进行了贬值，1972 年则允许英镑汇率自由浮动。布里坦（1970）对英国在危机期间重新采用的各种外汇管制手段进行了描述。

如果布雷顿森林体系反倒加剧了其创立者本想避免的危机，那么，这个体系为何还会延续到 1973 年 3 月呢？在 1958 年 12 月主要的欧洲国家实施经常项目完全可兑换之前，名义固定但又可自由兑换的国际货币体系并未真正形成。事实上，IMF 自身也没有采取过任何称得上是重要的行动，直到 1956 年为应对苏伊士运河危机而进行的贷款。最重要的是，美国在此期间所执行的政策，并未给其他成员国产生通货紧缩的压力。1949 年后，美国有意维持了美元的高估。鉴于在二战结束时，美国已拥有全世界绝大多数黄金储备，在一段时间中，也有能力应付黄金的持续流出。

二战结束时，美国持有数额巨大的官方储备，其中，绝大多数是黄金。到 1949 年之前，由于大规模的国际收支顺差，美国的黄金储量还在继续增长（参见表 9 - 1）。在战后初期，国际范围的一

个共识也认为“美元短缺”将会是长期的难题。哈伯勒和威利特（1968，第3页）写到，经济学家把国际收支失衡描述为“持续的美元短缺，是无法用传统货币政策解决的深层次失衡”。

表9－1　美国贸易收支

单位：百万美元

年份	商品项目净差额	经常账户差额	经常账户和长期资本项目差额	净清偿差额	美国官方储备资产
1946	6697	4885	—	—	20706
1947	10124	8992	—	—	24021
1948	5708	1993	—	—	25758
1949	5339	580	—	—	26024
1950	1122	－2125	—	—	24265
1951	3067	302	—	—	24299
1952	2611	－175	—	—	24714
1953	1437	－1949	—	—	23458
1954	2576	－321	—	—	22978
1955	2897	－345	—	—	22797
1956	4753	1722	—	—	23666
1957	6271	3556	—	—	24832
1958	3462	－5	—	—	22540
1959	1148	－2138	—	—	21504
1960	4892	1774	－1211	－3677	19359
1961	5571	3048	－20	－2252	18753

续表

年份	商品项目净差额	经常账户差额	经常账户和长期资本项目差额	净清偿差额	美国官方储备资产
1962	4521	2446	-1043	-2864	17220
1963	5224	3188	-1339	-2713	16843
1964	6801	5764	-100	-2696	16672
1965	4951	4299	-1817	-2478	15450
1966	3817	1635	-2621	-2151	14882
1967	3800	1273	-3973	-4683	14830
1968	635	-1313	-2287	-1611	15710
1969	607	-1956	-3949	-6081	16964
1970	2603	-281	-3760	-3851	14487
1971	-2268	-3879	-10637	-21965	12167
1972	-6409	-9710	-11113	-13829	13151
1973	955	335	-977	-7651	14378

注：数据来源，《1976 年经济报告》。经常账户差额包含商品和服务项下的贸易，包括军火贸易、国际投资收益、养老金收益、外国非军事援助以及其他私人和政府间转移（伊格尔，1976，第 566 页）。净清偿差额是指，黄金和其他官方储备的净变化加上对外国人的流动性要求权和负债净额的变化，包括银行账户、短期证券和各种期限的美国政府债券（伊格尔，1976，第 52 页）。

事实上，与凯恩斯主义主流理论的看法正相反，国际收支会受实际汇率变动的影响。尽管在当时未被认识，美国的贸易伙伴国在 1949 年所实施的大规模贬值，实际上扭转了之前美元被低估的状况。在这种情况下，美国国际收支的持续逆差成了新的问题。1950 年，美国经常项目开始出现逆差，之后接连持续了好几年，直到

1956 年和 1957 年，苏伊士运河危机后对美国出口的需求大增，才又转回盈余状态。但持续时间很短，1959 年贸易赤字又卷土重来。美国 1956 年、1957 年和 1958 年的通货膨胀，以及法国法郎在 1957 年和 1958 年的贬值，使美元的问题变得愈发突出。1958 年和 1959 年，美国黄金外流明显加速。[3]

1960 年初，FOMC 将国库券利率调高到 4.6%。货币（M1）增速在 1959 年 1 月至 1961 年 1 月的两年间略有下降。一次经济周期的顶部出现在 1960 年 4 月，与前一个顶部的间隔不到三年。由于这次衰退，1960 年美国的短期利率与其他国家相比有所下跌。此外，外汇市场上出现了针对德国马克升值的投机性交易。1960 年 11 月，上述这些因素，再加上对总统候选人约翰 · 肯尼迪在黄金问题上的立场有所担忧，伦敦黄金市场上的黄金价格大幅上涨。1961 年 11 月，美国和其他欧洲国家联合行动，在伦敦市场上抛售黄金，以阻止黄金价格超过每盎司 35 美元。为这次联合干预，几个国家建立了黄金总库（Gold Pool），之后成为维持黄金美元价格的一个商品稳定机制。

由于肯尼政府对国际收支问题高度关注，并因此制定了相对保守的货币政策，在 1960 年至 1964 年期间，美国的物价水平基本保持了稳定。在国际收支方面，直到 1965 年，经常账户一直都保持着可观的盈余。不过，因欧洲重建的融资需要，美国长期资本项下有大量的资金流出。从 1960 年起，美国的国际收支总额（经常项目净额减去资本流出）开始转为负值。财政部坚持认为，赤字只是暂时性的问题，因为海外投资迟早会产生收益的回流，并扭转资本项下净流出的情况。

在美元外流的同时，外国中央银行在1960年代积累起了大量的美元储备。特里芬（1960）对国际储备供给不足的问题提出了警告。[④]他担心，以黄金为基础的美元金字塔，带来了一个很脆弱的国际货币体系。一旦在某个时点上，那些担心美国无力承担黄金兑付责任的国家，要求把手中的美元换成黄金，布雷顿森林体系就会土崩瓦解。[⑤]财政部则认为，外国中央银行之所以愿意囤积美元，是因为国际储备供给不足。“在这种背景下……新任财政部部长（亨利·福勒）在7月初（1965）的讲话让世界为之一振，并声称是总统授权其宣布”美国将力促国际货币制度的改革（所罗门，1982，第82页）。1967年，IMF成员国就创设特别提款权（SDRs）达成一致，这一安排可使各国获得平衡国际收支所需的自由可兑换货币。

特里芬的担忧实际上曲解了美元本位的运行逻辑。布雷顿森林体系的主要成员国事实上都明白，不能将持有的美元全部换成黄金（伊格尔，1976，第575页）。法国是唯一的例外，在1968年之前，它不时会要求兑换黄金。而美国的黄金储备也一直以非常缓慢的速度在减少。但是，由于其他国家的货币钉住美元，让美国无法对美元进行贬值。在有n个国家的情况下，只有$n-1$个国家可以设定汇率，而美国自然成了第n个国家。通常而言，如果一个汇率高估的国家停止对本币的支持，那在金融和政治危机的环境中，其货币汇率必然会贬值。与之相反的是，如果美国关闭了黄金窗口并停止干预外汇市场，什么都不会发生。

到1970年代早期，决策者开始意识到，美国既不可能单方面进行美元贬值，也不可能转向浮动汇率体制（舒尔茨和丹姆，1978，第114页；所罗门，1982，第170页；沃尔克和行天丰雄，

1992，第40页）。而在当时，也没有任何支持浮动汇率机制的意愿。决策者们继续固执地认为，“大萧条”时期的竞争性贬值放大了经济的波动（沃尔克和行天丰雄，1992，第7页）。此外，商人们也认为，政府有责任维持固定汇率及每盎司35美元的黄金价格。

美联储内部的观点也正是这些利益集团诉求的反映。在1962年1月30日，联合经济委员会（JEC）举行的听证会上，马丁（1962年4月17日）在回答参议员道格拉斯的问题时，认为浮动利率是不稳定的：

> 当美元汇率开始大幅偏离其惯常水平时，市场很可能不再期望其回到这一水平，而是预期更大的背离。如果市场变化与这种预期一致，就很容易引发金融市场系统性的行动，控制难度远大于固定汇率体系下的情形……这些扰动，很可能引发国内的通货膨胀过程，这是一个自我推进的通货膨胀螺旋，通胀趋势的上升反过来将导致美元对外价值的进一步下跌。

1960年，很少有人真正理解美元本位可能带来的影响。为应对国际收支赤字，美国寄希望于资本管制。美国实施资本管制的尝试始于利息平衡税，要求对海外贷款的利息和在美国境内发行的外国债券的利息，一律增收1%的平衡税，以阻止本国资本外流。1965年，商务部实施了一项自愿（后来转为强制）的境外投资计划，以限制对外投资。美联储则在所谓的自愿境外信贷限制计划中，对银行的境外贷款行为施加了一定的约束（约翰逊，1966；梅尔泽，1966）。

当时还是财政部负责金融事务的副部长保罗·沃尔克（沃尔克

和行天丰雄，1992，第33～34页）写道：

> 思想层面的概念，非常简单也很吸引人，但却湮没在了长达几百段的管制措施之中……而且，这才仅仅是开始。原本被认为是临时性的增税，后来却存续超过十年……管制大大促进了海外美元存款和证券市场的发展……利用今天所谓的欧洲美元市场，可以轻易且合法地绕开管制手段，这个市场在伦敦异常繁荣（而不是纽约）。

资本管制也导致“纽约作为世界领先的资本市场中心的地位，不可挽回地被取代”（舒尔茨和丹姆，1978，第111页）。哈伯勒和威利特（1968，第22页）描述了让他们震惊的混乱景象：“大把的时间、创造力和精力，都从改进操作的生产性领域……转到了与官僚机构和繁文缛节无休止的争斗上。”在凯恩斯主义思想主导的环境中，决策者认为，要纠正收支赤字必须要削减总需求。1960年代早期，进口占GNP的比重仅为4%，在这种情况下，减少总需求的政策得不到任何政治上的支持。1962年，梅耶（1980，第114页）在国际收支委员会（International Payments Subcommittee）做证时，引用了参议员亨利·罗伊斯的话：“用减少300亿到400亿美元付给美国工人和投资者的收入，来换取国际收支赤字减少20亿到30亿美元，这样的建议，在经济权衡上看起来很荒谬。”

不容许总需求下降，价格水平就只能上升，并借此降低黄金的实际价格，这必然会导致黄金开采量下降和对黄金的需求增加。供求关系的失衡，对维持35美元一盎司的黄金价格造成了很大的威胁。但尽管如此，各国仍继续坚持黄金固定的美元价格，以及固定

汇率制度。这种形式上的金融保守主义，掩盖了货币政策和财政政策已失去约束的现实。

1965 年末，美国的通货膨胀开始上升。到 1969 年，CPI 通货膨胀率超过了 5.5%。1971 年和 1972 年稍有缓和，但 1973 年又进一步提高到 8.4%。尽管同期各贸易伙伴国的通货膨胀也在上升，但时间上滞后于美国（赫泽尔，1999；2002a；2002b）。这种滞后导致了通货膨胀的相对差异，让美元汇率有所高估，进一步恶化了美国的国际收支状况。5 年期的商品项目净差额，从 1961 年至 1965 年间的 54 亿美元减少到 1966 年至 1970 年间的 22 亿美元，与此同时，经常项目余额则从 37 亿美元盈余减少到 -6 亿美元（赤字）。再纳入长期资本流动，国际收支赤字从 9 亿美元上升到 33 亿美元（参见表 9-1）。

各国政府（主要是美国）用于维持黄金美元价格的伦敦黄金总库，在 1968 年 3 月宣告结束。1967 年 11 月，英国宣布英镑贬值。投机者开始在其他货币上寻找汇率套利机会，主要目标是德国马克，此外，投机者也开始抛售美元购买黄金。在 1968 年 3 月之后，中央银行不再向公众出售黄金。各国从事实上的美元本位过渡到了正式的美元本位。

1968 年 5 月，法国爆发了大规模的学生骚乱和工人罢工，1969 年，美国开始实施紧缩性的货币政策，内外因素叠加使美元汇率短暂走强。紧缩政策导致的高利率，一度吸引短期资金从海外回流。不过，随着经济在 1970 年进入衰退，美国的利率水平相对于其他国家又有所回落。为避免短期资金流出，各国中央银行在外汇市场上大量买入美元。1965 年至 1969 年间，短期私人资本流入加上误

差和遗漏总共达到22亿美元。而在1970年和1971年，这一数字分别为-77亿美元和199亿美元（伊格尔，1976，表27.1）。

1971年，在美国与其他国家的利差以及投机活动的推动下，外国企业大量借入美元，用以偿还国内贷款。这些借入的美元，最终都到了外国中央银行的手中。“十国集团成员（不包括美国，但增加瑞士）的储备规模，在1971年就增加了差不多310亿美元……同样是在1971年，这十个国家的货币总量比1970年末增长了18%”（伊格尔，1976，第512页）。1971年5月3日，大量投机性美元涌入德国中央银行，迫使德国宣布马克自由浮动。

1972年第2季度，美国在战后首次遭遇商品贸易账户余额赤字。[6]到8月初以前，金融市场对美元的弱势极度紧张。财政部副部长沃尔克告知部长康纳利，针对美元的投机已达到狂热的程度（沃尔克和行天丰雄，1992，第76页）。尽管美元最后都进了其他中央银行，但只有小国的央行才可以要求美国财政部将持有的美元换成黄金。

弗博德（1980，第37页）曾写道：“没有迹象表明，各国中央银行将美元余额兑换成黄金的举动曾对黄金/美元体系造成过威胁，甚至在1971年8月，情况也是如此。”弗博德（1980，第162页）引用布鲁斯·麦克劳利（财政部掌管货币事务的副部长）的话：“黄金窗口只是形式上开放，实际上并没有开放。”此外，他还引用了伯格斯坦（1975，第267页）的观点：“在1968年，美国财政部已经说服欧洲各国中央银行，‘一旦美元遭到挤兑，将会对黄金实施禁运’。”不过，尽管如此，尼克松还是彻底关闭了黄金窗口，并对进口征收10%的关税，以获得设定美元新平价时所需要的谈判

筹码。

投资者知道，其他国家货币最终会相对美元升值，也正因为如此，美元持续不断地流入各国中央银行。[7]为避免本币升值，各国政府纷纷开始实行外汇管制，但效果极差。[8]舒尔茨和丹姆（1978，第115页）写道："本质上，美国政府和市场形成了同盟，共同迫使外国政府改变行为。"1971年12月1日，在十国集团于罗马召开的会议上，康纳利提到了"假定"美元贬值10%的可能。这个消息一经泄露，进一步强化了对外国政府的压力（所罗门，1982，第204页）。正如康纳利部长对日本声称的那样，"美元是我们的货币，但却是你们的问题"（沃尔克和行天丰雄，1992，第81页）。

1971年12月，在史密森学会举行的与十国集团成员的谈判中，美国同意提高黄金的美元价格，将美元贬值7.89%，并同时取消超额进口关税。其他国家货币升值的幅度各有不同，美国对主要贸易伙伴国的有效汇率贬值幅度则达到了10.35%（伊格尔，1976，第580页）。贬值本应导致美元回流美国，但由于美联储继续调低利率，削弱了此次汇率贬值的效果。在史密森会议前一天，即12月14日的例会上，FOMC将联邦基金利率从4.75%降低到了4.375%。到1972年2月15日的例会时，利率已经降至3.25%，远低于欧洲各国的平均水平。也正因为如此，到1972年初，外国央行发现自己再次陷入了不得不买入美元的处境。

1972年3月，德国中央银行调低了贴现率，美元短暂走强，但到了6月末，又再次遭到攻击。德国内部就资本管制问题展开了争论，财政部部长席勒持反对意见，而德国中央银行主席克拉森则支持管制（赫泽尔，2002b）。席勒在这场争论中落败，并旋即辞职。

1972 年 7 月 18 日，美联储使用了外汇互换额度来阻止美元贬值。但即使资本管制手段被广泛使用，“针对美元的强大投机压力仍导致大规模的资金涌入欧洲和日本。在 6 月 28 日和 7 月 14 日之间，流入的规模达到了 60 亿美元”（所罗门，1982，第 223 页）。

1972 年下半年，外汇市场相对平静，但在进入 1973 后，危机又开始出现。1973 年 2 月，美元持续流向各国中央银行，导致美元再次贬值 10%，而日元则宣布自由浮动。3 月初，针对美元的投机仍在持续。面对大规模的美元货币化压力，外国政府先后让本币自由浮动，布雷顿森林体系也就此成为历史。

第十章　福特政府时期的政策

在理查德·尼克松被迫辞职之后，1974 年 8 月 9 日，杰拉德·福特就任总统。在秋季的国会大选中，被水门事件激怒的民众把压倒多数的选票都投给了民主党。共和党在众议院中丢掉了 48 个席位，而在参议院中则丢掉了 5 个席位。因为越南战争的最终失败，特别是福特赦免了尼克松与水门事件有关的罪名，让福特的总统任期成为两党争斗的高潮。

共和党的政府和民主党控制的国会在经济政策上存有很大的分歧。民主党人希望加大政府支出以降低衰退造成的高失业，同时对当时已达历史最大规模的政府赤字持容忍态度。而政府那边，当时的经济顾问委员会（CEA）主席是艾伦·格林斯潘，则倾向限制政府支出、减少长期结构性赤字，希望借此打破政府赤字、通货膨胀以及繁荣－萧条周期之间的关联。

一　政府的经济政策

一开始，福特政府还试图向国会示好，对参议院多数党领袖麦

克·曼斯菲尔德（民主党，明尼苏达州）召集通货膨胀听证会的提议做出积极回应。宣誓就职后仅3天，福特在国会讲话中说："通货膨胀是国内头号敌人"（波特，1980，第10页）。政府广开言路，征求各方关于如何对付通货膨胀，以及如何促成劳资双方合作以打破工资－物价螺旋的意见。福特亲自主持了9月27～28日的会议，他把这次会议也叫作"立即动手，打败通胀"（译者注：Whip－Inflation－Now，缩写为WIN，有胜利之意）。在当时，还没有人预料到经济衰退会加深。在1974年前3个季度中，实际GDP虽然一直在下跌，但幅度很小，两党关注的焦点主要在通货膨胀方面。

福特在10月8日抛出的一揽子经济方案就反映了这种关注。这个方案打算增加政府开支，用以帮助受经济衰退影响的群体，具体政策包括：提高失业救济金、实施一项投资税减免以刺激投资，以及推行一系列住房措施，等等。但与此同时，为避免财政赤字扩大，该方案同时计划向高收入个人征收5%附加税。鉴于这个方案出台的时间距11月5日的选举已不足1个月，国会对其所提出的征收附加税的建议毫无兴趣。而且，此时经济将进一步衰退的迹象也渐趋明晰。1974年11月13日的蓝皮书写道："最近几周来，经济活动下滑的程度有所加深，范围也有所扩大。收入统计数据也开始显示出典型的周期性衰退特征。"

根据当时可得的数据，在1974年第4季度和1975年第1季度，实际GDP分别下跌了7.5%和9.2%（年增长率）。什么因素导致了如此急剧的下滑？在1974年4月30日价格管制被完全废除之后，通货膨胀开始加速。1974年第3季度，CPI通胀率达到了14.6%。考虑到当时货币增长相对温和，限制了名义产出增长速度（第8章，第四

部分和附录“货币增长与通货膨胀”），在这种情况下，通货膨胀大幅上升必然会导致实际产出急剧的下滑。与此同时，失业率从1974年8月的5.6%，上升到了1975年3月的9%。1975年2月12日的蓝皮书写道：“最近几个月来，经济活动进一步严重萎缩……现在已经很清楚，我们正经历二战以来最严重的经济衰退。”

1974～1975年的冬天，是迄今为止最严重的滞胀时期。从1973年12月到1974年12月，CPI通货膨胀率达到12.2%，而道琼斯工业平均指数（DJIA）从828点下挫到了596.5点。在尼克松辞职前3周，格林斯潘被任命为CEA主席。他为政府制定的政策平衡了各方面的考虑，主要是对经济衰退的担忧和长期内控制通货膨胀的需要。伯恩斯和政府走得很近（凯特尔，1986，第136页）。[①]他参加政府政策团队（经济政策委员会，EPB）的会议，也好像从没有对政策提出过反对意见。伯恩斯（FOMC会议纪要，1974年8月20日，第926页）告诉FOMC，在他第一次参与福特政府的会议时，“总统表示坚决不对工资和物价进行直接管制”。鉴于政府反对价格管制，FOMC必须将货币政策的重点放到通货膨胀上来。

格林斯潘、威廉·西蒙（财政部部长）、罗伊·阿什（行政管理预算局长）以及阿什的继任者詹姆斯·林恩（1975年初就任）建议的政策重点联邦政府支出，以控制未来的政府赤字规模。从国会时期开始，福特就是政府预算方面的专家。他听从了这些顾问的建议，并一再行使否决权，拒绝了国会通过的一系列支出法案。在政府顾问们看来，财政赤字才是造成经济衰退和通货膨胀肆虐的万恶之源，因而主张重建长期财政纪律。在经济问题最严重的时刻，

CEA（1974 年 12 月 24 日）向福特递交了一份备忘录，表达了上述观点，[②]并强调“消费者和企业对经济制度的信心正在迅速下降”。尽管 CEA 也认为有实施“临时性刺激政策”的必要，但同时主张限制未来的财政赤字，以避免“制造下一场通货膨胀”和“阻碍消费者信心的恢复”。“不应忽视预期赤字的天量规模……给资本市场和整体信心的负面影响……控制联邦预算支出大幅上涨的重要性，再怎么强调也不为过”。[③]

在格林斯潘看来，通货膨胀之所以上升，是美联储为避免信贷市场紧缩而将政府赤字货币化所致。[④]对此，1976 年经济报告（第 131 页）有解释：

> 要形成高速、持久的通货膨胀，需要货币供给持续地高速增长。扩张性的财政政策之所以是造成通货膨胀的因素之一，主要因为，在试图抵消政府债务大幅增加给利率和信贷可能性产生的影响时，货币当局持有的政府债券规模迅速扩大，新增货币投放也随之大幅上升。

随着经济进入衰退，财政上保守的福特政府在与国会的争斗中丧失主动权的风险也开始加大。在底特律宣布临时性裁员 60000 人后，议员唐纳德·里格尔（民主党，密歇根州）立即给福特致信：[⑤]

> 现有的数据不能告诉我们，如果失业率上升到 7% 以上，究竟会面对多大的公众压力……当密歇根的经济痛苦扩散到整个美国时……国会将不得不在立法层面做出回应……那 75 个

> 新当选的民主党议员完全是另一类人……他们……决心重塑国会的表现……最重要的目标，就是要让新一届的国会能更迅速和更坚决地行事，特别是在经济复苏领域。

为避免扩大长期财政赤字，福特提议对 1974 年税收法案进行一次延期，同时建议对社会保障等收入转移项目进行限制。但国会民主党人在劳工的支持下，将税法延期的提案与削减税款扣缴以及增加政府支出以扩大就业机会等绑到了一起，结果反倒加大了减税的幅度。1975 年 3 月，福特极不情愿地签署了最终法案。

二　伯恩斯与货币政策

对政府通过限制财政赤字来重建商人信心的举措，伯恩斯非常认同。在他看来，核心问题是公众所持有的通货膨胀心理。对此，伯恩斯（美国国会，1974 年 10 月 10 日，第 189 页）在国会做证时说："只有在消费者购买支出增加，利率下降，金融资产价格收复失地以及对储蓄、投资的乐观和信心重新建立起来的情况下，对抗通货膨胀的斗争才算取得了有意义的进展。"

与格林斯潘和西蒙一样，伯恩斯所持的也是工商业界的视角，认为是财政松弛导致了通货膨胀心理的出现。这种心理催生了通货膨胀，而通货膨胀所带来的不确定性，又抑制了经济活动的开展。伯恩斯不愿在 1974 年秋调低联邦基金利率的一个重要原因，就是害怕货币政策放松助长通胀心理。在国会讨论提高增加政府支出时，他特别反对降息的要求。伯恩斯认为，支出增加必然会加剧通胀心理，并使经济减速和通货膨胀的情况变得更加糟糕。

伯恩斯（美国国会，1974 年 7 月 30 日，第 267 页）在做证时说："尽管目前严重的通货膨胀问题是许多因素的共同结果，但不恰当的财政纪律应是其中最突出的那个。"此外，伯恩斯（美国国会，1974 年 10 月 10 日，第 187 ~ 188 页）再次指出：

> 通货膨胀造成的一个（比高利率）更糟糕的后果，是导致怀疑情绪在商人和消费者群体中广为弥漫。他们搞不清楚将来的花费，究竟会是多少美元……简而言之，企业和家庭习以为常的为未来规划的基本前提已被彻底搞乱，经济活动因此也陷入停滞……最近以来，实际产出的萧条以及就业恶化，正是通货膨胀搅扰破坏经济活动的表现。

基于这样的逻辑，伯恩斯建议采用收入政策，以同时达到降低通胀和刺激产出的目的。伯恩斯（美国国会，1974 年 10 月 10 日，第 194 页）告诉国会"必须将通货膨胀置于控制之下，这不仅需要建立财政、货币政策纪律，还需要一次所有公民都参与其中的改革运动"。不过，由于福特政府的反对，价格管制手段没能再次启用。伯恩斯坚持从紧货币政策还有另外一个原因。1974 年，美联储首次因通货膨胀而遭到公众（少数货币主义者之外）猛烈抨击。

1974 年 7 月，众议院银行委员会要求对美联储主席进行听证。委员会工作人员罗伯特·温特劳布与所有储备银行主席及大多数理事进行了会谈。根据温特劳布（美国国会，1974 年 7 月 16 日，第 5 页）的总结，大多数人都承认，在 1965 年至 1973 年期间，美联储的确可以通过降低货币增长来限制通货膨胀，但他们认为，高货币增长和通货膨胀对降低失业率是必要的。FOMC 成员不认为是自

己为降低失业而制造了通货膨胀。在他们看来，通货膨胀的真正根源在成本推进压力，而遏制这种通胀所需要付出的高失业率代价，在当时的政治环境下又不可接受。[6]不管这些观点如何，高货币增长与通货膨胀之间的紧密关联，还是让人们把通胀问题的重心放到了货币政策上来。

三　在经济衰退中保持冷静

对于 1974 年秋开始的经济衰退，格林斯潘和伯恩斯都将其归因于通货膨胀，而非从紧的货币政策。伯恩斯认为，通货膨胀让未来的成本（尤其是劳工成本）变得不确定，抑制了企业投资。格林斯潘则认为，通货膨胀增大了价格波动和扭曲，加大了不确定性，并最终抑制企业投资。在格林斯潘看来，通货膨胀会提高投资者所要求的“最低投资回报率”。他据此判断，导致 1974 年秋的经济下滑起因于资本性支出大幅减少，是由高通货膨胀导致不确定性上升所致（哈格雷夫和莫利，1984，第 441 ~443 页）。[7]

格里斯潘和伯恩斯都不认同菲利普斯曲线关于通货膨胀与失业之间的置换关系。格林斯潘说：“对降低通货膨胀而言，失业从来都不是一个必要条件……因为失业率和通胀率往往同时上升，我们就此也一直认为，可以同时把它们给降下来”（哈格雷夫和莫利，1984，第 445 页）。两人都坚信，只要商业信心恢复推动资本性支出上升，就可以在不提高失业率的情况下降低通货膨胀。根据这些看法，格林斯潘认为，应把政策着力的重点放在稳定长期预期上，而非传统的总需求管理。

格林斯潘（哈格雷夫和莫利，1984，第 417 ~418 页、第 451

页）说：

> 要恢复经济增长的平衡，一个必要条件……是减少不稳定，并借此降低风险和最低回报率，而减少不稳定的一个必要条件是压低通货膨胀率……我要强调的政策方式，是渐进消除经济体系中的不稳定。在某种意义上，这实质是一种反激进的政策，因为正是激进主义政策……引发了经济体系不稳定和风险最根本的因素。
>
> 我许多民主党的朋友争辩说，只要提高经济活动水平、增加总需求，就可以引导企业进行投资。对此，我的回答是，这个判断错的有点离谱。具体地说，你这是在要求企业家在产品需求才扩张了3到5个月的情况下，就做出长达20年的投资决策，要求他们扩建新的厂房设施，而这些设施要在一年或一年半以后才能投入使用。

政府重视长期基础性问题，而国会则要求刺激政策以结束衰退，二者之间冲突难免。格林斯潘判断，这次衰退虽然很严重，但不会持续太久。他预测，到1975年夏天，经济将转入可持续的复苏阶段。1975年第1季度，投资继续下滑，但消费（实际耐用品购买和汽车销售）则有轻微反弹。随着去库存阶段的结束，格林斯潘预测，实际产出也将再次出现增长。[8]实际情况基本符合他的预计，超额库存削减在1975年4月完成，而经济则在1975年第2季度开始复苏，实际GDP年增速达到了3.3%。

一贯对自己的预测能力很自信的格林斯潘（哈格雷夫和莫利，1984，第448页），事后评论道：

> 压力无处不在，但最主要还是来自国会。每次去国会山做证时，我都得把防弹背心和盔甲穿上（译者注：格林斯潘在开玩笑）。国会里弥漫着恐慌气氛……在看到10天的汽车销售、每周零售额、新屋开工许可和开工率、新增订单以及失业保障等一系列数据后，我非常确信，我们看到的是一个让人绝对不可思议的存货景象，与最终需求大幅减少时的情形完全不同。基于这样一个判断，并且也知道库存清理速度存在一个极限，我有足够的自信认为，之前在白宫内部所做的言论绝非装腔作势。

四　为何是紧缩的货币政策？

在福特政府时期，货币政策总体偏紧。M1年增速从1973年第1季度8.1%的高点，放慢到了1975年第1季度的3.6%。尽管到1976年第3季度时，M1增速回升到了4.8%，但仍相对较低。之后，M1增长开始加速。1978年第1季度，在伯恩斯卸任FOMC主席时，货币年增速已达到7.5%。这个阶段的货币政策，有时也包含了伯恩斯试图影响财政政策的想法。比如，1972年，伯恩斯想影响薪资委员会制定的工资指导线，为此，他拒绝调高利率。而在1974年秋，当试图说服政府配合减税提案削减支出时，他选择了不降低利率。

伯恩斯这种瞻前顾后的作风，严重影响了FOMC货币目标的实现。1973年春之后，在伯恩斯无法继续依靠价格管制来遏制通货膨胀之后，FOMC开始比较严格地执行货币目标（第8章）。在1973年第1季度到1974年第2季度的6个季度中，M1年增长速度平均

为5.6%，与FOMC的目标大体一致。[⑨]1974年第1季度，由于担心石油禁运会引发衰退，FOMC曾一度容许M1增速超过其目标水平。不过，油价上升导致的经济收缩（主要集中在汽车产业）压力，在夏初就基本消退殆尽。1974年第2季度，FOMC又调低了两季度M1增速目标值。

事实上，伯恩斯好像对财政政策比货币政策更感兴趣。在1974年5月21日的例会上，伯恩斯（FOMC纪要，1974年5月21日，第669页）（译者注：原文为7月21日，疑误）指出："尽管导致美国通货膨胀的因素有很多，但近年来过于松弛的财政政策应是其中最主要的原因。"在1974年7月的例会上，伯恩斯（FOMC会议纪要，1974年7月16日，第828～829页）要求FOMC提高利率（目标区间）的下限水平：[⑩]

> 伯恩斯主席说，他的想法说起来很简单。如果联邦基金利率……下降……可能会被市场解读为美联储准备放松货币政策。这种解读非常糟糕…在与政府官员及国会议员的私下交谈中，他（伯恩斯）一直催促在财政收缩方面采取一些措施……如果美联储在这个当口采取行动，公众产生货币政策放松预期的可能性就会降低。

在1974年8月20日例会时，由于7月M1增长相对微弱，FOMC本应做出一次降息决定。但伯恩斯（FOMC会议纪要，1974年8月20日，第926页）告诉委员会：

> 应福特总统的邀请，参加了一次……与国会领袖的会谈

>……总统的目标是把1975财年的总支出控制在3000亿美元以下。这是个很困难的任务……国会准备出台的各种支出法案，很容易就会把花费抬到这个水平之上。

米契尔理事（FOMC会议纪要，1974年8月20日，第928页）“观察到在主席的这番讲话之后，委员会可能将赞同他的政策立场”。海耶斯主席（译者注：纽约联储主席）（FOMC会议纪要，1974年8月20日，第928页）说：“他（海耶斯）很尊重主席（伯恩斯）对政府及国会心态的解读……因此，也认为在目前放松货币政策可能是错误的。”

在1974年9月10日例会前，因M1增长过慢，交易办公室还是下调了一次利率。不过，交易办公室的副主任彼得·斯特恩莱特的意见是（FOMC会议纪要，1974年9月10日，第989页）：“如果委员会再做出一次正式的降息决议，就有激发市场过度预期的风险。”有几位委员力促降息以实现货币增长目标。对此，海耶斯（FOMC会议纪要，1974年9月10日，第1017页）反驳道：“财政紧缩还没有得到任何形式的保证，在此之前就放松货币政策，可能会被当成降低财政紧缩要求的一种暗示。”

这一年剩下的时期中，FOMC一直延续着这种不愿降息的政策立场。由于担心国会即将通过的减税法案会导致财政政策过于宽松，FOMC有意容许了货币供给的低增长。比如，在10月的例会上，达拉斯储备银行主席科德维尔（FOMC会议纪要，1974年10月14～15日，第1133页）建议：“除非联邦政府支出削减板上钉钉，他（科德维尔）会一直坚持紧缩政策。”在12月的例会上，

伯恩斯主张大家在降低利率以实现货币目标问题上保持克制。

伯恩斯对福特政府在一揽子方案中提出的预算削减计划寄予厚望，从他在12月例会上向理事会工作人员提出的一个问题，可以很清楚地看到这一点。伯恩斯（FOMC会议纪要，1974年12月16~17日，第1261页）请理事会工作人员预测“财政支出和企业税同时减少，比如说200亿美元，所产生的经济刺激”效果。根据凯恩斯主义经济学的标准预算平衡乘数，工作人员回答“总的说来,由于会导致储蓄上升，这样一种政策组合实际上是紧缩性的”。即便如此，伯恩斯仍没有调低利率的打算，之后，当上述这个政策促成了经济复苏时，他还不得不提高利率。

伯恩斯（FOMC会议纪要，1974年12月16~17日，第13191页）告诉FOMC：

> 政策路径（渐进地放松货币市场条件）上的任何剧烈调整都会是重大失误……货币政策不过是众多可资使用的政策工具中的一种。目前，政府正忙于对各种经济政策进行全面、彻底的评估，即将出台重大举措来限制经济衰退和激发复苏力量。

1975年第1季度，M1年增速降至2.4%。但伯恩斯坚持认为，对货币政策而言，货币流通速度比货币数量本身更为重要。而货币流通速度是决定行为的根本因素的反映，即商人的信心。伯恩斯（FOMC会议纪要，1974年12月16~17日，第1339页）指出：

> 从根本上说，货币流通速度取决于对经济前景的信心。当

信心很弱时，货币存量很大的一部分可能会被闲置起来，但随着信心增强，既有的货币存量就能满足经济活动扩张的融资需求。

格林斯潘希望美联储维持适度、平稳的货币增长。在经济衰退最严重的时期，经济政策委员会（EPB）（1975 年 2 月 24 日，艾伦·格林斯潘档案）向福特递交了一份备忘，希望保持从紧的货币政策：

主席（格林斯潘）表示出了希望和信心，认为美联储将维持准备金的稳健、合理增长，以实现货币总量的扩张。这样一种政策路径，既可以为经济复苏提供足够的准备金支持……同时也可以避免金融市场的严重下挫，或产生重新激发通胀和有碍复苏的预期。

1975 年 5 月和 6 月，随着人们把 1975 年减税法案提供的 100 亿美元税收返还存入银行，货币供给增长速度开始有所提高。尽管距离经济周期底部（1975 年 3 月）的时间很近，FOMC 还是决定加息，到 9 月时，已将利率从 5.15% 提高到了 6.375%。只要得到自己想要的政策，即降低政府开支增长以限制未来的赤字规模，伯恩斯很愿意实现格林斯潘所想要的适度货币增长。

五　势均力敌的大选

1975 年 3 月是这次经济周期的底部，不过，在 1976 年 6 月，经济又再显颓势，并贯穿 1976 年总统大选始终。1976 年 11 月 10

日的蓝皮书（第1页）写道："经济增长进一步放慢……速度低于上半年。10月的工业产出明显下降，同时也没有劳动力需求增加迹象，失业率仍停留在与前3个月大体相当的较高水平。"

在一次势均力敌的竞选中，很多问题都变得关键起来。尽管绝大多数争论都集中在福特对尼克松的赦免上，但经济问题也很尖锐。财政政策就是其中一个争斗焦点。1975年10月，福特提出了一个280亿美元的减税计划，这实质上是对1975年减税法案的一次延期。不过，他把这个减税延期与美国将来的支出削减议案绑到了一起。福特威胁说，如果国会不把1977财年的财政开支限制在3950亿美元以内，他将否决所有减税法案。

波特在后来写道（1980，第206页）：

> 曾有多次绕开CEA的尝试，也有过成功。1975年10月的280亿美元减税提案，是迂回战术的最为引人注目的一个例子……1975年7月、8月、9月期间，白宫办公室主任唐纳德·拉姆斯菲尔德和他的副手理查德·切尼，频繁和CEA主席艾伦·格林斯潘、行政管理预算局长詹姆斯·林恩及其副手保罗·奥尼尔碰面，讨论主动提出减税的可能性以及预算方面的策略……据一个高级官员透露："这个臭名昭著的迂回方案，是格林斯潘和（或）林恩鼓捣出来的……这个方案让我们输掉了选举……事实上，就是这些主张迂回战术的家伙……蛮横地采取了这一行动方针，反倒捆住了我们的手脚。这是一个严重的错误"。

此外，福特撤销了一项共同工地纠察法案影响了他与劳工的关

系。起初，福特对共同工地纠察法案持支持态度。这项法案旨在让共同工地纠察合法化，以赋予工会一个抗议单个承包商关闭整个工地的手段。1951 年，最高法院曾判定这种行为非法。但由于在党内初选时，里根用共同工地纠察法案问题对福特进行了抨击，并借此团结党内保守主义者。作为回应，福特否决了国会所通过的这项法案。尽管福特后来还是赢得了党内提名，但里根的挑战使共和党内部出现了分裂。

尽管经济在 1976 年末重回复苏轨道，但对福特来说仍为时已晚，在一场势均力敌的选举中，他以微弱之差输给了吉米・卡特。整个 1976 年，步履蹒跚的复苏之路没有降低失业水平，1976 年 1 月的失业率为 7.9%，到年末，仍维持在 7.8%。《国会季刊年鉴》（1976，第 357 页）写道："对有些选民来讲，卡特针对失业问题的演讲听起来有点老生常谈，但对有组织的劳工，却全然不是如此……在全国多数地区投票率都比较低的情况下，在关键工业州里，劳工代表工会意愿进行的投票，毫无疑问帮助卡特免于失败。"

格林斯潘认为，连任终止通常都会发生在经济复苏过程当中。"不管怎样，政府早前的乐观判断有点失误，即认为经济会在 11 月竞选开始前就会大为改善……卡特用（竞选前）数据作为论据，攻击共和党政府把失业和通胀都搞得更加糟糕，并认为白宫必须要有彻底的改变"。随着吉米・卡特入主白宫，政府中便不再只有一个格林斯潘去坚持适度货币增长了。

第十一章　卡特、伯恩斯和米勒

卡特执政时期，认为货币政策有责任管理总需求以维持低失业率的观点，达到了顶峰。激进主义者们也开始达成共识，认为通货膨胀并非货币现象。1980 年之前，政府因受工会的限制而避用工资管制，转而用道义劝告作为控制通胀的主要手段。此外，将通货膨胀划分为成本推进和需求拉动类型，并以此为基础制定政策的最后一次尝试发生在 1979 年。当时，公开市场委员会（FOMC）决定容忍因 1978 年 12 月石油价格冲击造成的价格上涨，在通货膨胀上升时保持了联邦基金利率目标不变。其结果导致公众的通货膨胀预期上升；实际利率下跌；以及货币超速增长。金融市场也开始谈论出现拉美式通货膨胀的可能性。

一　汉弗雷 - 霍金斯法案

卡特任期的前半程，激进主义情绪达到最高点。面对“大萧条”以来最严重的一次经济下滑，要求加大经济刺激以降低失业水

平的呼声四起。而实现“低”失业，也几乎成了FOMC所有成员的共同目标。当然，尽管当时国会和政府（程度稍轻）都在对美联储施压，要求实行刺激性政策，但美联储最后采取扩张性货币政策，更多是源于当时的经济理论环境，而不是对政治压力的屈从。

汉弗雷－霍金斯充分就业法案是当时激进主义情绪的代表。[①]众议员奥古斯都·霍金斯（民主党，加利福尼亚州）和参议员休伯特·汉弗雷（民主党，明尼苏达州）在1974年提出了这一法案。据1976年众议院教育与劳工委员会的报告，该提案制定了一个国会和政府的联合规划，力图在4年内实现把20岁及以上年龄人群的失业率降至3%。此外，这个法案还规定了由联邦政府提供资金的就业计划，让政府成为最后的雇主。

最初的提案要求总统在总统经济报告中设定就业、产出和价格的具体数值目标，并详细说明为实现这些目标所要采取的财政政策和货币政策措施。此外，提案还要求美联储向国会提交书面报告，列出其下一年的主要目标，并对其中与政府目标有所偏离的情况做出合理说明。如果总统认为美联储的政策与政府目标不符，他必须通过向国会提交纠正建议来与美联储协调。

美联储主席从来都反对把货币政策建立在明确的目标之上。他们担心，这样的目标会被政治体系所操纵，并最终让美联储失去独立性。正像从汉弗雷－霍金斯法案中看到的，美联储主席担心政治体系会设定不切实际的失业目标，的确有很充分的理由。[②]

二　卡特与经济刺激计划

卡特带着刺激经济的承诺开始了他的任期。他的经济智囊是清

一色的凯恩斯主义者。大型经济计量模型的创立者，宾夕法尼亚大学的拉里·克莱因，在其中扮演着教父式的角色（比文，2002）。降低失业率是卡特总统竞选的一贯主题。在《美国新闻与世界报道》的一次访谈中，卡特说自己将设定一个4%～4.5%的失业率目标。[③]在一次正式声明中，他说："扩张性政策可以降低失业率，同时也不会再度激发通货膨胀。因为到目前，我们的经济表现低于其实际的能力……在衰退加深、失业加剧、货币紧缩和利率高企的选择之外，我们还拥有很多更人道且经济上可行的抑制通胀的方法。"卡特告诉《财富杂志》的编辑："我将奋力向前，第一个重点是就业问题。我的经济顾问和我本人都认为，在把失业率压低到5%以下前，实际上不存在通货膨胀加速的危险。"卡特的CEA想当然地认为，政府可以像肯尼迪和约翰逊时期一样，引导经济走向强劲增长。对此，斯特恩（1994，第216页）写道："卡特团队……打算重现肯尼迪'让经济再次动起来'的成就……但要知道，肯尼迪充分利用了当时的价格稳定预期，这让他通过扩大总需求，仅小幅抬高价格就获得了产出的巨大增长。卡特可没有这么大的回旋余地。"

卡特的顾问团队坚信，1977年的经济很像1961年，存在很大的负产出缺口。不过，他们高估了这个缺口的规模，主要因为两个原因。首先，刺激性货币政策会人为地提高产出和生产率的增长速度，实际产出增长在1960年代超过趋势值，主要是扩张性货币政策与稳定价格预期相结合所致，而1970年代初，则是扩张性货币政策与价格管制相结合的产物。其次，产出和生产率增长的趋势也的确在下降。从1961年到1973年，生产率（非农产业每小时产

出）增速为3.0%。而在1973年至1979年间，已下降到1.2%。

1977年1月31日，卡特向国会提交了一揽子刺激计划。他提议对纳税人及其赡养者，以及社会保险领取人，进行每人50美元的税收返还。3月8日，众议院批准了该计划。共和党人投了反对票，因为他们更偏好永久性下调税率。民主党人其实也不喜欢返还计划，但出于对总统的支持，还是选择投票赞成。就在参议院准备审议税收返还计划的前4天，卡特撤回了这一提案。虽然卡特的说法是，因为经济已经开始复苏，税收返还已无必要，但更可能是因为他担心该计划在参议院遭到否决。

卡特的CEA主席查尔斯·舒尔茨（哈格雷夫和莫利，1984，第480~481页）后来曾评论这次返还计划："整个国会都痛恨它。出于某种原因，这个计划让他们有不道德的感觉。我们只给了人们50美元的支票……很多人其实根本不喜欢这个提案，但为了在政治上站队取悦卡特，才投了赞成票。在了解到这些之后，他做的第一件事就是180度的大转弯。"伯恩斯是税收返还提案最著名的批评者。在被众议院银行委员会问及如何看待税收返还时，伯恩斯（美国国会，1977年2月3日，第92~93页）回答："我正在希望并祈祷不要被问到这个问题……我出生在很多年以前……继承了我自认为是确凿无疑的一些观念。到今天，我依然坚信，人们应该去挣得自己拿到的每一分钱。"银行委员会主席亨利·鲁斯回应道"在整个听证过程中，从没看到有谁的发言得到这么多赞同和支持。"

三　阿瑟·伯恩斯与货币政策

根据自己的逻辑，伯恩斯认为决策者应该管理总需求以确保充分就业，而其中，财政政策居于核心地位。在这个问题上，伯恩斯和凯恩斯主义者有共识。此外，他也赞同当时的一个主流观点，认为在成本推进压力导致的通货膨胀下，通过提高失业率来应对价格上涨的社会成本将异常高昂。[④]正因为如此，在他看来，收入政策不可或缺（伯恩斯，1979）。因其在韦斯利·克莱尔·米契尔所创立的国民经济研究局（NBER）的学术经历，伯恩斯主张商人的心理预期才是经济活动的协调机制，而非通常认为的价格体系（赫泽尔，1998）。正如伯恩斯（联储理事会文稿，1978 年 1 月 17 日，第 18 页）在 FOMC 例会上所说，“利润发生了怎样的变化，以及对利润有何种的预期，仍然是经济活动主要的驱动因素”。另外，伯恩斯也非常讨厌通货膨胀。根据格林斯潘的回忆（联储理事会文稿，1995 年 1 月 31 日，第 57 页），“我过去经常拜访亚瑟·伯恩斯，而且，从研究生时代开始我就认识他。他对通货膨胀的抨击，和我们平常听到的大不相同。但如果你去看美联储在这个时期所干的事情，却几乎很少能看出他反通胀的态度”。

在前文解释尼克松政府时期的政策时，我们曾做过一个推测，而这个推测，同样可以用于解释格林斯潘提及的这个看似矛盾的现象。那就是，伯恩斯也试图影响卡特政府的财政和收入政策，以促进商人的信心并增强其投资意愿。他希望政府能实现预算平衡，同时采用收入政策来提高商人对未来成本稳定的信心，以此在刺激产出增长的同时，降低治理成本推进型通胀所需的社会成本。后来，

伯恩斯曾向凯特尔（1986，第167页）回忆，他之所以对影响卡特政府的财政政策感兴趣，主要源自他的一个观念，即认为经济复苏缓慢和高通货膨胀都源于商人对未来通胀的恐慌，而这种恐慌，又是由对政府开支过度的担心所引起的。

在经济衰退的低谷，伯恩斯（FOMC会议纪要，1975年3月18日，第338页）做了一个预言式的评论，“未来的复苏将看起来很微弱、无力和不确定，很难经受加息带来的影响”。1976年初，伯恩斯在加息问题上的犹豫再次得到体现，当时，美联储容忍了货币增速超过国会授权其设定的目标。而国会授权设定此目标（译者注：实际上是一个最低增速目标）的意图本就是想让美联储采取更扩张的货币政策（伍利，1984）。[⑤]

在1976年12月21日的例会之前，FOMC已经注意到了货币过快增长的问题。[⑥]1977年1月18日的例会上，伯恩斯指出“联储现在采取任何旨在降低货币增长的行动，都会被认为是给（政府的）一揽子财政计划添乱”。[⑦]科德维尔理事对伯恩斯的观点回应道，“目前，任何调低货币总量目标的行动，都会被国会看成拖财政政策的后腿，并因此找美联储的麻烦”。[⑧]在当时的货币政策操作程序中，不愿降低货币增长速度的另一面，其实就是不愿提高联邦基金利率。在1977年3月15日例会上，伯恩斯指出，保持联邦基金利率不变“对他（伯恩斯）和国会的周旋最有帮助……国会之前认为，联储在1975年税收返还时调高利率，是公然挑战其意愿”。

1977年4月的例会也反映出FOMC对政府政策的关注。会议开始之前，FOMC秘书阿特·布罗伊达，给各位成员分发的一份备忘录指出，国会已授权设定长期货币目标，货币增速将不能超过这个

上限。[9] 此次例会时，FOMC 既有的 M1 长期目标是由 4.5% 到 6.5%。而之前的 6 个月和 12 个月期间中，M1 的年增速都为 6%。布洛伊达还提示，如果 FOMC 想限制通货膨胀，就需要 调低货币增长目标。没有伯恩斯事前许可的话，布洛伊达应该不会给大家发这个备忘录。此外，伯恩斯在国会听证时也公开了这个信息。

在此次例会上，伯恩斯的发言以布洛伊达提供的备忘录的思路开场。他指出，在过去两年中，FOMC 现有的长期 M1 目标的中值只降低了 0.75%。照这个速度，可能要再花 10 年，才可以让货币增长达到价格稳定的需要。此外，尽管现有 M1 增速的中值有下调，但实际的 M1 增长没有相应降低。伯恩斯表示，他一直打算把 M1 目标区间再下调 0.5%。

但到这之后，伯恩斯话锋一转，又告诉 FOMC，他不愿意马上调低 M1 目标区间或提高联邦基金利率。他解释说，卡特在前一天晚上就能源问题发表了一次演说，抛出了许多相关的计划，他担心这可能会加大商人心理预期的不确定性。伯恩斯说，自己“对（这些计划）的复杂性深表担忧，国会不大容易能把握或理解其要点；由此可能增加商业投资的不确定性，是非常糟糕的事情”。[10]

伯恩斯所指的计划，是卡特提出的国家能源规划（National Energy Plan）。这个规划的第一步是放开对“新”石油供应的价格管制，所谓“新”石油，是指 1975 年之后发现的油气储备，其价格将在 3 年内上升到与国际油价相当的水平。与此同时，“老”石油供应则继续受价格上限管制。从 1978 年 1 月起，通过增收“原油平衡税”将受管制石油的价格提升到国际水平。而政府将把此项税收收入通过税收返还，转移支付给公众（比文，2002，第

158～160页）。

卡特的计划把重点放到了增加石油储备和需求端调节上，而没有任何激励当期石油产出的政策，这种政策，主要反映了卡特的民主党支持者一贯反对管制放松的主张。之后，卡特做了两个艰难的选择：撤回税收返还提案和放开石油价格管制。伯恩斯公开反对的是前者，而且他很可能支持后一个决策。毕竟在当时，就石油价格管制对能源消费、石油进口、美国贸易赤字以及美元贬值等一系列问题的负面影响，经济学界早已表示出了深切的担忧。[11]

政府反对任何提高利率的行动。[12]在税收返还和能源法案上已占上风的情况下，伯恩斯如果还选择提高利率，就可能把他和政府的关系搞得太过紧张。帕蒂理事对伯恩斯表示支持，“由于税收返还（提案）被撤回，财政政策已有所收紧。我们不应该同时再收紧货币政策”。沃尔克主席（时任纽约联储主席）发表意见说，“理想状态下，我们应该在这次例会上降低货币总量目标，但在税收返还取消之后，紧接着再来一次货币政策紧缩，还是有点不合适”。此外，伯恩斯在游说政府采用收入政策方面也取得了进展。1977年4月，卡特宣布了一个计划，“旨在说服劳工和企业自愿进行合作，以确保价格和成本上涨适度”（比文，2002，第130页）。《新闻周刊》对该计划的评论是“这是一个政府自己可以为控制价格所做贡献的清单，主次不分、冗长细碎”（尼尔森，2005，第23页）。

尽管实体经济已开始转强，FOMC在加息决策上依旧非常谨慎。在5月的例会上，FOMC把联邦基金利率从4.75%提高到了5.375%，之后，一直等到8月例会，再将其继续提高到6%。FOMC在加息上相对谨慎的态度，符合当时主流的宏观经济学观点。1977年3月9日

的红皮书转述道：[13]

> 保罗·萨缪尔森……担心货币增长不足以支撑经济复苏的步伐……并认为，货币政策最好被动适应价格上涨……已经没有时间让经济再脱一次水了（译者注：萨缪尔森指控制通胀的努力）……不要用牺牲实际增长来迎合那些杞人忧天的观念……1977 年的货币增长很可能会超过公布的目标，但若非如此，实际增长在 1978 年重陷困境的风险非常大。
>
> 罗伯特·索洛……如果加息危及目前微弱的增长，将是非常令人“震惊”的事情。只有到年底通货膨胀快速上升时，才应该提高利率转向从紧的货币政策。把通货膨胀率降低到 5% ~6% 的区间之下，可能会引发另一场衰退，这会让原本就萧条的经济雪上加霜。
>
> 奥托·埃克斯坦认为……“货币政策应该进入一个刺激经济的时期……”在有证据表明财政刺激可能导致经济扩张失控之前，美联储都应容许货币的增长。当然，这或许需要让货币总量超过其目标上限。

美联储的政策态度反映了 FOMC 的一个推断，认为当时经济中存在过剩产能，通货膨胀的压力主要来自成本推进或预期惯性，而不是总需求过高。[14]同样的，过剩产能也容许货币政策扩张，而不致加剧通货膨胀。据此，在 1977 年，FOMC 将关注重点放在经济刺激上，容忍了通货膨胀的上升。1977 年 7 月的例会，是 FOMC 因担心影响经济复苏而不愿加息的典型案例。会上，理事会工作人员汇报第 2 季度的实际增长为 7%，并预测 1978 年的通货膨胀将达到 6%。伯恩斯

给出的政策选择是把利率从5.375%提高到5.5%，但FOMC的投票结果否决了这一建议，全部委员中只有3票支持加息。

1977年7月的例会上，在讨论长期货币总量的目标区间时，伯恩斯指出，从该目标在1975年3月引入以来，尽管目标区间有所下调，但实际的货币增速不降反升。一些委员认为，是计算目标区间时采用的基期调整方法容许了货币增速的上升。也就是说，通过每个季度重新调整货币目标的基础，计算出的结果会因为实际增速与以往目标的差异而不断提高。伯恩斯同意这一观点："我们的短期决策方式，让长期的超额货币增长成为可能。"不过，他还是反对降低货币增长目标区间的上限。

伯恩斯指出："我认为调低M1增长区间的上限是很危险的事情，因为这会给利率造成潜在的压力。货币政策可没办法决定最低工资法和原油税的变化。"此外，他还补充道："在我眼里，（货币增长）上限就是一张保单，可以帮助我们度过一个困难重重的立法时期。"推测起来，伯恩斯可能指的是汉弗雷-霍金斯法案，以及另一个提案要求美联储接受审计总署（译者注：Government Accountability Office，GAO。政府责任办公室，隶属于政府）审计的事情。7月12日，众议院政府行动计划委员会提交了这个法案。伯恩斯（《国会季刊年鉴》，1977，第151页）对该法案表示反对，并指出："免于审计总署的审计，是维持美联储独立性的一个重要支柱。"

1977年8月16日的例会上，控制货币数量还是利率的难题成了讨论的焦点。鲁斯主席（圣路易斯储备银行主席）问美联储经济学家，"我们为什么不控制M1，而不仅是预测M1呢？"美联储经济学家的回答是，如果愿意接受利率上升，FOMC可以控制M1。

伯恩斯表示，FOMC 无须为“关注利率”而辩解，因为“对货币总量与收入及价格之间的关系，我们目前的认知还远不清晰”。在 1977 年 9 月的会议上，伯恩斯评论道：“经济表现好坏才是硬道理，而非货币总量。”鲁斯主席和巴利斯主席（译者注：旧金山储备银行主席）的观点则是高货币增长必然导致通货膨胀。不过，沃里奇理事认为美联储是通过其控制过剩产能的方式来发挥其影响的，这也是大多数人的看法：“目前，主要的政策难题是，高企的失业率并不能抑制通货膨胀上升。因此，要想降低通货膨胀率，我们必须进行别的尝试，比如某种形式的收入政策。”

在 1972 年 10 月的例会上，伯恩斯指出，政府政策和低利率正在侵蚀商业信心，并且认为“经济表现比货币总量更重要”。[15]尽管 FOMC 将联邦基金利率提高到了 6.5%，绿皮书预测 1977 年第 4 季度的名义 GNP 年增长率为 12%，其中，实际 GNP 增长率为 5.2%，通货膨胀率为 6.8%，1978 年的预测也大体接近（参见图 8 – 8）。FOMC 在 1978 年 3 月提高了联邦基金利率，但实际利率水平仍维持在 1% 左右，直到 1978 年 9 月（参见图 8 – 3）。

尽管其从未明确遵循某种确定的策略，但仍可以认为 FOMC 是将名义产出水平作为货币政策的中间目标，以实现消除产出缺口的最终目的。假定预期存有惯性以及成本推进因素，其反应函数中的通货膨胀因子将等于实际的通货膨胀率。通货膨胀会导致货币流通速度下降（译者注：原文为上升，疑有误），使利率上升幅度超过正常周期应有的水平，会抑制经济复苏。对于这种影响，货币增速必须足够快才可以抵消。在解释这个观点时，帕蒂理事（联储理事会文稿，1978 年 7 月 18 日，第 26 页）总结认为，FOMC 应该容忍

M1 增速超过目标："我们需要做的可靠、理性和智慧的事情，就是承认 M1 会在一个较长的时期里超过其目标值。这是因为经济体系中存有太多通货膨胀预期，而这些预期又是由工资上涨、政府行为以及其他一些类似的因素所引发。"

四　威廉·米勒

威廉·米勒在 1978 年 2 月接任美联储主席。他的上任，让美联储从主席到理事都成了卡特政府的支持者。理事会成员认为，只要失业率在 5.5% 以上，扩张性货币政策就不会引发通货膨胀。此外，他们也认为，调高利率就意味着政策收紧。尽管 1977 年、1978 年和 1979 年三年的 M1 增速超过了战后任何时期，美联储理事和大多数储备银行的主席，并不太担心这样的政策是否助长通货膨胀。

正由于这些原因，在经济复苏过程中，相对于通货膨胀的情势而言，FOMC 的加息行动相当缓慢。1976 年，CPI 通货膨胀为 5.2%，1977 年上升到 6.6%。1978 年第 1 季度，为 7.1%，到 1978 年最后 3 个季度时，已上涨到 9.6%。同一时期，FOMC 在 1976 年末，将联邦基金利率调整至周期最低水平 4.625%，随后缓慢上升，到 1978 年 8 月后，达到 7.875%，这一水平，大大低于同期的通货膨胀程度。

由于担心对经济造成损害，米勒也不愿意加息。美联储理事会也只是很勉强地批准了储备银行要求提高贴现率的建议。1978 年 1 月中旬到 5 月初，美联储理事会否决了一些提高贴现率的建议，认为这些建议只是"投市场之好，并非普遍被预期的调升，这可能会给市场一个货币政策即将收紧的信号"（美联储理事会，政策行动

委员会记录，1978，第91页）。虽然从5月中旬到10月中旬，美联储理事同意调高贴现率，但仍将其保持在联邦基金利率之下。如此一来，“提高贴现率被广泛预期，并实际发生……对其他利率只会产生很微弱的影响，甚至也可能没有影响”（联储理事会，政策行动委员会记录，1978，第92页）。[16]

在把恢复经济强劲增长作为优先目标的情况下，FOMC只是很谨慎地加息。1978年5月16日的会议就是一个例证。根据政策行动委员会记录的记述，FOMC当时已认识到经济正强劲增长，通货膨胀也在上升，而且货币增速也处于较高水平。但即使如此，FOMC也只将联邦基金利率提高了0.25%（联储理事会，政策行动委员会记录，1978，第176页、第177页）。[17]FOMC的意图在于，“以非常谨慎的方式进行紧缩操作”以避免“引发金融市场混乱，进而导致经济下滑”。

和大多数FOMC成员一样，米勒也认为，通货膨胀源于私人部门的工资制定，而非货币供给过多。在1978年3月的例会上，威利斯主席（明尼阿波利斯储备银行主席）问道，“等政府拿出一个有效对付通胀的政策，可能性有多大?”米勒的回答是：“如果政府不采取行动，控制通货膨胀就会成为美联储的任务，这可不是个好消息。”在米勒领导的时期，FOMC继续断定，只要失业率在充分就业水平之上（在1978年，美联储经济学家的估算为5.5%），就可以继续维持宽松货币政策。帕蒂理事认为，5.75%的失业率是政治上不可接受的上限。[18]但实际上，在1988年之前，失业率都从未降到5.5%的水平。

1978年，政府继续对FOMC施压，希望不要加息，并试图采

取收入政策来控制通货膨胀（比文，2002，第 140 页）。在 1978 年 4 月，卡特宣布了一个减速计划，在此之下，企业将自愿把工资、价格上涨限制在过去两年的平均水平之下。舒尔茨（哈格雷夫和莫利，1984，第 488 页和第 495 页）对此评论道：

> "减速"……是巴里·博斯沃思的一个很聪明的主意，可以避开数字式指导……如果每个人都减速了……通货膨胀在整体上也会有所下降……我把这个报告提交给了联合经济政策小组（Assembled Economic Policy Group）……突然之间……房间里所有的政治家及其他人都异常兴奋。"好主意，我们终于琢磨出点新东西了……我们终于有了一个卡特首创的政策"……这个提案……在一个招待会上发布，大家反应各异，从反对到漠不关心，不一而足。

舒尔茨给卡特写信说，这个提案应该"让米勒感到货币紧缩的必要性有所下降"。[19]稍后夏天时，为表达其对货币政策紧缩可能引发经济衰退的担心，舒尔茨组织了一次 CEA 成员与美联储理事之间的会谈。在 1978 年 1 月 16 日提交给卡特的备忘录中，舒尔茨写道："我们没有看到通货膨胀正在升温的迹象，也不认为其在两年内有加速的可能。"此外，1978 年初，政府抛出了一个减税提案。尽管卡特并不喜欢国会最终通过的方案，特别是对资本利得税的减免方案，但在 1978 年 9 月 27 日的备忘录中，舒尔茨仍催促卡特签署这项法案，以"保持经济的上升态势"。

1977 年美国经常账户再次出现赤字。卡特的经济顾问们认为这是由美国经济复苏强劲超过了其他国家所致。基于这一判断，美国

政府对德国和日本施压，要求其实施扩张性政策，以刺激本国进口。1977年下半年，美元对其他主要货币大幅贬值。[20]尽管美国和其他国家进行了大规模干预，美元汇率仍一路下跌到了1978年秋。为避免出现货币紧缩，美联储对美元购买进行了对冲，与此同时，德国中央银行则调低短期利率，容许本国货币扩张。在其他国家看来，美元贬值给美国带来了不公平的竞争优势。《国会季刊年鉴》写道，“在其他西方国家的压力下，当然也有国内政治方面的考虑，卡特在10月24日（1978年）加强了他反通胀的立场，呼吁对工资和价格实行指导”。卡特同时提议，在通货膨胀超过7%时，对那些愿意接受工资指导的企业工人进行税收返还。

市场对卡特的提议反应相当负面，美元应声大跌。梅耶（1980，第293页）写道，“到周五时，10月27日（1978年），国际外汇市场已经不存在了，所有人都想卖出美元，却没有人想买入”。作为应对，财政部和美联储联手制订了一个支持美元的计划，由财政部副部长安东尼·所罗门组织，在外汇市场上大规模买入美元。1978年11月1日，卡特宣布成立300亿美元外汇基金，用于干预美元汇率。

同一天，美联储将贴现率提高了1%。之后，美元开始有所走强。在8月15日和11月21日两次例会间，FOMC将联邦基金利率提高了2个百分点，从7.875%提到了9.875%。M1增速，从1978年第1季度的10.7%和1978年第2季度的8%，下降到1978年第3季度和1979年第1季度之间的5.5%。不过，通货膨胀则从1978年末的9.5%左右，上升到1979年第1季度的10.25%，并在1979年后3个季度中保持在13.5%的平均水平。1978年12月16日，欧

佩克宣布将在1979年全年将油价提高14.5%。1979年上半年，由于担心油价上涨可能引发经济衰退，FOMC在加息决策上再次转向谨慎。到8月14日例会时，联邦基金利率为10.25%，仅略高于1978年12月的水平。随着1979年通胀预期上升，实际利率开始下跌（参见图8-3），M1增长再次加速。[21]

1979年4月17日的例会上，FOMC内部的反对声音开始增大，沃里奇理事、科德维尔主席和沃尔克主席都投了反对票。沃尔克（联储理事会文稿，1979年4月17日，第17页）发言道："过去6个月中，预期通货膨胀率有所上升，但名义利率却维持不动。这自然会导致实际利率下降。"沃里奇（联储理事会文稿，1979年4月17日，第17页）说："我们已经好几个月维持利率不动了，而在这几个月中，通货膨胀率至少上升了3%。"

卡特的CEA继续认为过剩产能最终将抑制通货膨胀上涨。后来，舒尔茨（哈格雷夫和莫利，1984，第482页）指出，格林斯潘在其最后一次总统经济报告中，把潜在产出重新定义为与5%（而非4%）失业率一致的产出水平。舒尔茨说："我们不是很愿意接受这一看法。"但事实证明，即使5%的失业率也无法实现。舒尔茨（哈格雷夫和莫利，1984，第483页）后来认为，在卡特政府时期"核心通胀从6%上升到10%"的变化中，"超额需求刺激"的影响只占"大概一半"。

舒尔茨（哈格雷夫和莫利，1984，第479页和第475页）将通货膨胀主要归咎于食品和能源价格冲击，并认为政府本应采取更严格的收入政策："我们本应冒更大的险……并愿意使用'总统威权'。我的意思是……我们从未真正进行过强有力的对抗……你，

或某个工会，遭到总统的猛烈斥责……指导政策是民主党总统的软肋……他们总是怕和有组织的工人发生冲突。”到1979年初，舒尔茨认为产出增长速度已经超过了合意的水平。为此，他和财政部部长布鲁门萨尔开始有意放风，暗示政府官员有意实施紧缩政策。正如舒尔茨（哈格雷夫和莫利，1984，第485页）所回忆的，卡特制止了他们的这一企图："总统递给我们一个很不客气的便条……说，住嘴。民主党总统，即使在财政上倾向保守，在利率问题上都是一色的民粹主义。”

由于1979年的油价上升，FOMC更不愿提高利率。[22]在1979年2月至7月之间，M1年增长率达到了9.7%，但FOMC只把利率提高了0.5%。正如记录（联储理事会，政策行动委员会记录，1979，第166页）所转述的："鉴于许多经济活动趋弱的迹象……米勒主席建议，指示交易办公室继续把10.25%作为联邦基金利率目标。”纽约时报的莱昂纳多·西尔克报道（比文，2002，第144页）："1979年4月中旬，米勒告诉我，经济正在下滑，他无意继续收紧货币政策。他说，他还没有考虑通货膨胀的问题。随着商品超额需求的上升，通货膨胀在第1季度中重新回到两位数。”整个1979年，通货膨胀持续上升（参见图5-1），这进一步放大了通胀预期并导致实际利率下降，从1979年1月的3%，降低到了6月的1%（参见图8-3）。沃尔克（1979，第958页）回忆："事实上，所有经济学家，要么预测经济衰退即将到来，要么就认为已经开始。但在夏天结束时，却有迹象表明支出在令人意外地走强……看起来，这反映……通胀预期愈发增强，激发了人们‘现在就买’的情绪。”

五　变化中的通胀共识

在沃尔克以社会难以接受的高失业率为代价，最终把通货膨胀降下来之前，经济学界的一个共识认为，通货膨胀的根源在于非货币性因素。

詹姆斯·托宾（1974 年 9 月 6 日）在纽约时报上发文，题为“理论上存在三种类型的通货膨胀：我们有其中之二”，表达了当时主流的观点。在文章一开始，他就提出“过去 30 年的经历告诉我们，通货膨胀是现代工业社会的通病”，进而将通货膨胀划分为三种类型：①“超额需求通货膨胀”；②“工资 - 价格 - 工资螺旋”；③“短缺和重要商品价格上涨”。托宾认为，当时的通货膨胀是后两种类型的混合。

在持有非货币观点的人看来，即使通货膨胀属于超额需求类型，也不宜采用货币政策来应对。任何对支出的刺激，如果使总需求上升超过了经济产能，都会引发通货膨胀。在这篇评论中，托宾认为，唯一可算作超额需求类型的通货膨胀发生“在 1966 年，约翰逊总统和国防部长麦克纳马拉大规模提高军费开支，给本已接近潜在产能的经济增加了额外的需求，同时，也没有接受经济学家一再要求提高税收的建议”。弗兰克·莫迪利亚尼（1975，第 179 页）写道：

> 我希望不会有人再认为通货膨胀是由货币因素决定的……通货膨胀在发展初期，是很典型的超额需求（相对于产能）的结果。而超额需求的产生，既可能是因为货币政策过度膨胀，也可能起因于财政政策过度扩张。如果超额需求继续维持，通货膨胀也就

会一直持续，并很有可能加速。但只有在超额需求产生于过度扩张的货币政策时，才能认为通货膨胀率由货币增长所决定。

在伯恩斯主编（1979）的《中央银行的痛苦》（*Anguish of Central Banking*）一书中，托宾在文章中（1974）写道：

> 一个很大的困扰在于，即使存在显著的非自愿失业，经济运行仍然表现出通货膨胀倾向。在某种意义上，这种倾向起因于经济和社会的某种结构性缺陷，使之无法找到或遵循有序的政治和社会机制，来协调各方对实际收入相互冲突的诉求。因此，持续并不断加速的通货膨胀，事实上是社会混乱加深的一个表象，而非自愿失业也是病象之一。面对这种情况，究竟是应该直面社会冲突、矛盾，还是任由通货膨胀掩盖这些矛盾，以求蒙混过关，政治经济学家们观点各异。我可以理解，为什么支持前一种选择的人会致力于结构性改革，以确立新的社会契约。但我不能理解的是，为什么他们会认为货币政策可以胜任这一工作。在一定限度内，美联储的确可以把一种病症转变为另一种病症，但却无法根治这一痼疾。

在另一边，芝加哥大学和明尼苏达大学的经济学家则继续坚持通货膨胀的货币理论研究，但开始引入公众可以有效使用信息的假定（即理性预期）。总体上，这样一个框架意味着货币政策可以塑造公众的通胀预期。如此一来，如果不对货币政策做出某种假定，工资－价格螺旋过程就没有了实质的内容。此外，根据这个框架，把滞胀形成归咎于工会垄断力量增强的观点，也不再能成立。如果

没有货币政策的被动适应，垄断力量加强只会改变相对价格，而非一般价格水平。事实上，滞胀是货币政策缺乏可信度的表现，即公众不相信美联储会长期固守非通货膨胀性货币政策。滞胀并非像伯恩斯在 1971 年所争辩的（第 8 章），源于经济学规则的改变，而是因为积极的总需求管理实践，彻底改变了公众形成通胀预期的方式。

“大萧条”时期持续的高失业之后，紧接着是二战期间的低失业，这样的经历让凯恩斯主义的观念被广为接受。在 1964 年肯尼迪的减税方案之后，美国又开始了另一次基于这些观念的实验。这次被萨缪尔森和索洛赞赏的激进主义实验，试图以总需求管理来控制失业率，同时用收入政策控制通货膨胀，但最终还是以失败告终。20 年中，收入政策的形式五花八门，从道义劝说到直接的工资 - 价格管制，各种手段悉数登场，但都无功而返。这些实践所得出的结论是：只有中央银行可以控制通货膨胀。随着央行将通胀降低到合理范围，而失业率也达到较低水平并维持稳定后，理论研究和政治环境也再次发生改变。政府开始将控制通胀的职责赋予中央银行，并给予其更大的独立性：根据其判断自由调整利率，以将通货膨胀趋势稳定在较低水平上。

附录：FOMC 在 1970 年代是否采用货币目标？

美联储在 1970 年代的操作程序中，开始尝试让货币供给成为制定联邦基金目标利率的一个决定变量。[23] 从道理上讲，当货币供给过快时，美联储应提高联邦基金利率，反之，则应降息。但 FOMC 始终认为，为实现货币适度增长，需要大幅调高利率，甚至到不可接受的程度。因此，到 1979 年之前，美联储都没有建立起真正有

效的货币目标，而只是通过基期转换的方法，不断将实际货币增长与目标值的偏离纳入新目标的计算。在当时，FOMC 还缺乏任何的程序，以使其从长期的实质性货币目标推演出短期货币增长目标。结果，在实践中，FOMC 只能择其一端，延续了小幅调整利率的操作模式，而放任货币增长快于适度水平。

1975 年 3 月，国会通过 133 共同决议案，要求美联储向国会提交 4 个季度期的货币供给目标。为此，FOMC 将货币增长的目标区间，从 2 个季度延长到了 4 个季度。同时，为减少上述要求对利率政策可能产生的影响，FOMC 开始将货币增长目标以区间形式来表述，而不是某一个数值。此外，FOMC 在计算目标区间时保留了基期调整方法，以容纳实际货币增长与目标区间的偏离。从 1977 年第 3 季度到 1978 年第 4 季度，实际货币增长一直都维持在目标区间之上。

从 1972 年 10 月起，FOMC 每次例会，都会确定一个 2 个月期的 M1 增长容忍区间。一旦预测 M1 增长偏离这一区间，公开市场交易办公室将对联邦基金利率实施调控。特别地，在两次例会之间，如果预测的 M1 增长严重偏离容忍区间，就可以形成一个所谓的“货币市场”指令，交易办公室可以据此自行决定联邦基金的调整。同样是在闭会期，小幅偏离所形成的是“货币总量”指令，交易办公室也可据此决定利率调整操作。在实践中，这种因事件驱动的利率调整，可能比 FOMC 例会所做出的利率决策还更重要。1978 年 6 月 20 日的例会上，FOMC 强调，容忍区间并非货币政策目标。“有人指出，可能因为用了‘指令’这样的措辞，2 个月期 M1 和 M2 增速容忍区间被误解成了 FOMC 的短期货币目标，即需要通过适当的利率调整来确保实现的目标”（FOMC，政策行动委员会记

录，1978，第189页）。FOMC是怎样制定这个容忍区间的呢？

一般而言，在召开例会时，联储经济学家会向FOMC提交一份预测，估计保持现有利率不变情况下，未来两个月可能的货币增速。如果FOMC觉得这个增速有点太快，就会以一个较低的水平（通常比美联储经济学家预测值低1%）作为中值，来设定容忍区间，反之则亦然。这样一来，在两次例会之间，交易办公室就可以承担更多的利率调整职责，以对货币增速过低或过高做出及时的反应。通过将利率调整与货币增速过高或过低相联系，这样的操作程序为美联储的利率决策找到了一个依凭，以抵御当时泛滥的民粹主义攻击。

尽管上述操作程序，让美联储可以针对货币过快或过慢的增长做出及时且方向正确的反应，但政策调整的幅度（利率调整幅度）却远没有达到实现货币目标的要求。在1970年代，FOMC每次例会所允许的利率调整幅度大大减小，同时，也从未因为要消除基期调整的影响，给货币增长设定过负的容忍下限。此外，在这个阶段中，对经济周期各阶段的调控上，FOMC单方面地依赖利率调整。之所以如此，是因为当时的美联储认为，利率（而非货币增长）才是表达货币政策立场的合适工具。比如，伯恩斯（1974年8月，第557页）曾说："如果美联储试图严格控制货币增长率……利率就会出现大幅波动，这绝不会导致好的结果。融资成本将随之增加，货币政策方向也有很可能被误读。"

在1977年2月15日的例会上，针对在FOMC指令中引入长、短期货币容忍区间的提议，沃里奇理事建议在长期区间前加上"目标"二字。他认为，在当时通货膨胀预期高涨的环境中，货币总量可能是比利率更好的政策手段。帕蒂理事则明确表示不喜欢"目

标”一词，因为“我们最关心的是实体经济，而不是货币总量”。尽管FOMC最终同意将货币目标区间放入政策指令，但只有鲍尔斯（旧金山储备银行主席）支持沃里奇把长期区间变为“目标”的观点。

1978年充分就业和平衡增长法案（汉弗雷－霍金斯法案）要求美联储在向国会每半年提交一次的货币政策报告中，公开报告其货币增长目标，并说明这一目标与政府的宏观经济目标（通常反映在总统经济报告中）之间有怎样的关联。在每年初和年中的例会上，FOMC每位成员都会提交其对主要经济变量的预测，在此基础上，由FOMC主席完成对名义和实际产出、通货膨胀以及失业率等指标的区间预测，当然，这个区间已经将政府的目标值包含其中。使用这样一个预测区间，避免了自行设定经济目标可能产生的影响，否则，美联储会很容易因与政府目标不一致而遭到抨击。

事实上，上述这些预测结果，高度依赖委员会成员各自对未来货币政策所做的假定，而对具体假设的情景，他们均语焉不详。这样的预测显然缺乏实质的意义。正因为如此，汉弗雷－霍金斯法案试图通过货币目标来向公众传递政策信息的想法，从一开始就起不到太大效果。这个法案获准后不久，卡特政府开始将首要任务从降低失业转向控制通胀。在1980年，为避免公开发布失业率目标（因其可能高到人们无法接受），卡特政府在经济报告中用失业率预测值代替了强制性指标。

第十二章　通货膨胀的政治经济学

1965 年之后长达 10 多年的高通货膨胀，并非完全源自决策者对宏观经济的误判。政府想用通货膨胀作为隐性税收手段，才是最根本的原因。弗里德曼（1975，第 149 页）曾解释道：“自古以来，通货膨胀的主要原因都是统治者试图攫取资源……对统治者来说，通货膨胀的诱惑总是难以抵挡，因其总是将税收隐藏于无痛苦甚或是欢愉的景象背后。当然，更重要的是，这样一种征税无须特定的立法批准，也无须在国会进行陈述和说明。”

1964 年 11 月 3 日的国会大选之后，美联储所处的政治环境发生了根本性的变化。这次选举的结果，让更大规模的收入再分配计划几乎成为可能，不过，国会最终还是否决了这一提案。在选举中，民主党主张建立全国性医疗保险制度，并实施更大规模的社会保障计划。共和党则主张将社会保障的对象限制在生活贫困的老年人，并在一般性财政收入之外寻求所需资金的来源。选举的结果是民主党大获全胜，在众议院中取得了 295 对 140 的绝对优势席位，

北方的民主党代表增加了 42 位。但即便如此，共和党和南方民主党人组成的保守联盟，最终阻止了激进社会保障立法的通过。1965 年，随着越南战争的升级，国防预算的问题也就此开始。政府希望经济能以尽可能快的速度增长，以保证财政收入的持续增加。对美联储来说，政府的这一关注重点，也意味着保持“低”利率的压力骤然增大。

一　维持低利率的政治压力

从 1933 年起，Q 条例就为银行定期存款和储蓄存款的利率设定了上限。在相当长一段时间里，这个上限对银行似乎都没有太多实质性的影响。但到了 1958 年，随着市场利率的上升，大量的资金开始从银行转向货币市场基金，这一现象，后来也被称为“金融脱媒”。为减小对银行的冲击，在 1958 年到 1966 年间，美联储一直定期提高 Q 条例的上限，以确保其高于市场利率水平。1966 年上半年，美联储的紧缩政策抬高了市场利率，而与此同时，企业旺盛的信贷需求也导致商业银行大幅提高 CD（可转让存单）的利率，两方面影响之下，储贷协会（S&L）的定期存款和储蓄存款大幅流出。资金来源减少，迫使储贷协会收缩其信贷资产，并对房地产业（译者注：储贷协会的主要客户）产生了较大的冲击。新开工住房数量从 1965 年的 147 万减少到 1966 年的 117 万。为降低负面影响，国会制定出了好几个法案，试图限制商业银行对储贷协会存款的竞争，比如，禁止商业银行发行 15000 美元以下的可转让存单或定期存款，并对银行定期存款和储蓄存款的利率设置法定上限（《国会季刊年鉴》，1965，第 259 ~ 260 页）。

1966 年 9 月，国会通过法案，允许美联储给小银行（零售银行）的定期存款设置比大银行（批发银行）更低的 Q 条例上限，同时，该法案也将 Q 条例适用的范围扩展到储贷协会，而美联储、联邦存款保险公司（FDIC）和联邦住宅贷款银行委员会（FHLB）等监管部门，对商业银行设定的定期存款和储蓄存款的 Q 条例上限要低于储贷协会的水平。这样一来，通过 Q 条例的差别化实施，储贷协会在资金争夺上重获优势，加之 1967 年的宽松货币政策环境，储贷协会存款回升的势头一度相当强劲。

纽约联储前主席艾伦·斯普劳尔（1980，第 39 页）评论道：

> 货币政策的管理偏离了广为接受的模式，即尽可能少地干预竞争市场的理性决策，转而试图把信贷直接导引到房地产业。给银行的存款利率设定上限……政府事实上提高了那些同样投资于房地产市场的非银行机构的竞争优势。

美联储当时认为，差异化的 Q 条例上限能够确保资金流向储贷协会，如此，就可以放手加息以应对通货膨胀（罗伯特森，1966）。但讽刺的是，Q 条例本身就成了反通胀政策的一大障碍。首先，Q 条例上限，一旦扩展到储贷协会，就无法再行提高。因为任何提升，都会对储贷协会的盈利产生重大冲击。1966 年，监管者制定的银行储蓄存款利率上限为 4%，1970 年为 4.2%，1973 年为 5%，1979 年为 5.3%。与 1966 年至 1979 年 1.3% 的增加幅度相比，同一时期，3 个月期国库券收益率从 5% 提高到了 10%，上升了 5%。随着市场利率超过 Q 条例上限，资金开始大量流出储贷协会，但政客们却一再施压，让美联储不要提高 Q 条例上限。

其次，Q 条例把储蓄者应得的收入转移给了房屋持有人和建筑业，变相地促进了通货膨胀。从 1965 年至 1980 年间，在通货膨胀不断抬升的情况下，Q 条例事实上让许多小储户的存款都变成了负利率。更糟糕的是，由于货币市场投资的门槛较高（比如，商业票据的投资额只能在 10000 美元以上），这些小储户没有其他可供选择的投资方式。在 1969 年市场利率上升之后，小储户也开始购买国库券，从每周国库券招标时提交的非竞争性报价上升，可以看出这一趋势。

为阻止储户将储贷协会的存款转用于购买国库券，财政部在 1970 年 2 月将国库券发行的最低面额，从 1000 美元提高到了 10000 美元，同时，财政部还有意将 E 系列储蓄债券的利率压低到通货膨胀率之下。1969 年 12 月，这些储蓄债券的利率从 4.25% 上升到 5%，在 1973 年 12 月提高到 6% 之后，一直维持到了 1979 年。而在 1972 年到 1979 年期间，只有一年（1976 年）的通货膨胀率低于 6%。

市场利率超过 Q 条例上限，导致了资金从储贷协会的脱媒一再发生，1969 年、1970 年、1974 年和 1978 年，都出现了资金的大量流出。为缓解资金外流的影响，联邦国民抵押贷款协会（译者注：房利美，FNMA）和联邦住宅贷款银行（FHLB）在金融市场上筹集资金，并将其转借给储贷协会，以进行套利。房利美和联邦住宅贷款银行都是由联邦政府发起的机构，金融市场很自然地认为其债务包含有政府的隐含担保，因此，这两个机构具有准公共机构的信用等级，筹资成本只是略高于财政部债券。

在 1971 年实施工资、价格管制后，来自政治系统的要求保持

低利率的压力与日俱增。当时一个流行的观点认为，价格管制需要普通人做出牺牲，如果利率再上升，这种牺牲在政治上就变得不可接受。在一些人看来，高利率意味着大银行不想分担治理通胀的成本，基于这个逻辑，政治选民当然会更偏好低利率。作为直接管制利率的替代，1972 年 10 月成立的利率和股息委员会（CID），在伯恩斯的领导下，以非正式的方法对企业分红以及利率进行了限制。

1972 年，FOMC 阻止了一次银行提高短期利率的行动，以免让长期利率超过价格管制启动时的水平（伍利，1984，第 173 页）。伯恩斯（FOMC 纪要，1972 年 4 月 18 日，第 417 页；1972 年 8 月 15 日，第 826 ~ 827 页）在例会上说：

> 关键问题在于，短期利率提高是否会传导至长期利率——特别是按揭利率……如果这一趋势持续，毫无疑问，利率与股息委员会将面临越来越大的压力，要求把利率稳定在现行水平上。
>
> 在政府收入政策框架既定的情况下……更高的利率必然招致广泛反对。迄今为止，利率走势良好，尽管美联储在其间只发挥了部分的作用，毕竟还是有所贡献。即便如此，最近还是有些意见呼吁设定利率上限……在目前的环境中，美联储不应太急于提高利率。

1973 年初，市场利率开始上升，银行在 2 月提高了优惠贷款利率。鉴于国会威胁要对利率实行直接管制，伯恩斯对提高优惠利率的行为提出了批评，之后，各家银行将利率上浮的幅度削减到之前的一半。这样一来，优惠贷款利率比大额 CDs 的利率低了差不多 1.5 个百分点，对银行信贷的需求因此迅速扩大。1973 年 4 月，利

率与股息委员会（CID）开始实行“两级优惠利率”体系，允许大企业的优惠贷款利率随市场利率而变动。根据利率与股息委员会发布的新闻通稿（1973 年 4 月 16 日），另一类优惠利率的上调幅度“明显更小”、上调频率也更低。这类利率，主要涉及银行为“满足法定要求，而对购房者、消费者、小企业以及农场主所发放的信贷”（引自凯恩，1974）。

利用利率上限和通货膨胀来压低储户实际收益的情况，在 1978 年之后大为改观。早在 1974 年，货币市场基金就已经出现，这让个人可投资于小额货币市场。到 1978 年时，随着市场利率的不断抬升，货币市场基金的规模开始迅速扩张。1970 年代早期，在新英格兰地区，各州的监管者也开始允许储蓄银行提供 NOWs 账户。NOWs 账户在法律意义上虽属储蓄存款的范畴，但可以开出支票用于支付。就这点来看，其实际上是伪装为储蓄存款的活期账户，以规避法律禁止向活期账户支付利息的限制。由于不能提供 NOWs 账户，商业银行在吸收消费者存款方面一度处于劣势。1976 年，商业银行说服国会，允许 4 个新英格兰州中所有的金融机构都可以开立 NOWs 账户。

从 1976 年起，信用社开始允许社员以支票形式从股金账户提款。1978 年，随着市场利率的上升，信用社及其社员的数量均快速增长。某个州地方法院曾裁定股金提款为非法行为，但到 1980 年 1 月，国会最终颁布法令承认其合法。很大程度上这是因为，在 1979 年，信用社对国会展开了一次声势浩大的投书游说，要求将股金提款以及兑支票账户支付利率的行为合法化。

1978 年初，市场利率的上升也引发了互助储蓄银行（储贷协会）的资金脱媒。6 月，商业银行和互助储蓄银行被允许发行 6 个月期的

货币市场凭证（Monetary Market Certificates，MMCs），单位最低面值为10000美元，可支付与6个月国库券收益率相同的利率。在监管当局看来，接受这个创新不过是权宜之计，一旦货币市场利率上升的趋势得到扭转，可以很快再将其打回冷宫。不过，MMCs出人意料地大受欢迎。到1979年6月，发行余额就达到了1580亿美元。

MMCs的大行其道，不仅导致了一次政治游说，以使之成为永久性金融工具，而且，因其不提供小额投资选择，还引起了很多人的不满。消费者组织对个人储蓄者的微薄利息收入忧心忡忡，政治家自然不敢有所怠慢，对某些问题的态度也随之发生了变化（亚历克洛德，1988，第59页）。正如达拉斯共和银行首席经济学家，威廉·吉布森指出的："在过去，如果一个政治家想要往华盛顿发展（译者注：指参选议员），他可以支持降低利率。而现在的情况可不这么简单"（麦金利，1985）。

1979年，随着通货膨胀上升到9.5%，Q条例给个人储蓄者带来的隐性税收大幅增加。在1979年上半年，存款利率上限为5%，到6月时，也仅提高到5.3%。在保护老年人权益的政治游说也开始反对Q条例后，偏好低利率的政治环境在1979年终于土崩瓦解。参议员普罗克斯迈尔（美国国会，1979年6月27日，第2页）指出："布鲁门萨尔部长（译者注：财政部部长）引用了一个估计数据，在1968年至1979年间……因为Q条例的缘故，65岁以上的储蓄者损失了190亿美元的利息收入。这相当于对老年人每年征收了差不多20亿美元的税。对老年人征税来补贴那些借款人（即使他们是购房者），这样的做法，难道理所应当吗?"一些组织，如美国退休人员协会和灰豹党（译者注：一个比较激进的老年人团体），

组织了反对 Q 条例的游说活动。灰豹党还四处发放徽章和保险杠贴，上面写道："储蓄有害您的财富。"作为回应，国会在 1980 年 3 月通过了存款机构放松管制法（DIDA），制定了一个为期 6 年的规划，逐步取消 Q 条例。

1980 年之后，对储贷协会的补贴也改变了形式。存款保险制度会减少投资者要求的风险溢价，进而可以降低金融机构的筹资成本。通过 DIDA，国会将受保险存款的上限从 40000 美元大幅提高到了 100000 美元。由于 100000 美元及以上的存款可以规避 Q 条例限制，大量的热钱就此放心地流入储贷协会，而完全不顾风险高低。与此同时，法律也赋予了储贷协会新的资产组合权限。在 1982 年加恩 - 圣杰曼存款机构法中，国会允许储贷协会发放商业贷款和非住宅房地产贷款。存款保险范围和资产组合权限的扩大，也使互助储蓄银行的牌照价值迅速提高。上述这些变化，尽管加剧了储贷协会潜在的清偿风险，但客观上也加快了取缔 Q 条例的立法进程。

二　通货膨胀税

通货膨胀给国会提供了一个"影子财政体系"，绕开了正式征税所需经历的诸多法律程序。在税收未与通胀挂钩的情况下，通货膨胀上升会将纳税人推到更高的税档，提高整个税收体系的累进程度，财政收入因此可大幅增长。到 1970 年代末，公众开始认识到，通货膨胀的罪魁祸首实际上是华盛顿的政客，而非工会和企业。一次减税示威活动最终引发了政治环境的变化，新当选的罗纳德·里根极力推进将税收与通胀挂钩，同时授权沃尔克彻底治理通货膨胀。伯恩斯（美国国会，1974 年 7 月 30 日，第 279 页）曾就通货膨胀对税收影响进

行过评论："在累进税制下，通货膨胀会提高实际的所得税率，并增加政府的税收收入。有人曾估算过，应税所得每增加1个百分点，联邦政府的所得税收入会提高差不多1.3个百分点。"

通货膨胀究竟给政府增加了多少的财政收入？本章附录（"来自通货膨胀税的财政收入"）针对1974年的情况进行了回答（赫泽尔，1990a），列举了在通胀率达到11%的情况下，财政收入可能增加幅度的各种估计。计算结果表明，如果税收与通胀挂钩，联邦政府的收入会比实际所得少339亿美元。1974年，联邦政府全部财政收入（不包括社会保障税）为1980亿美元，以此来匡算，来自通货膨胀税的收入占到了差不多17%。针对这种情况，国会通过了一系列临时性减税法案，以确保整体税负与GDP之比相对稳定。但减税立法毕竟只能偶尔为之，而通胀却无时无刻不在发生，最终，通货膨胀还是带来了实际税收的增长，推高了整体税负水平。

从1951年到1966年间，联邦财政收支大体平衡，占GDP的18%左右（参见图12-1和图12-2）。在此之后，支出开始大幅攀升，到1987年已达到GDP的23%。而在另一端，财政收入则没有太大的趋势性变化。在里根之前，联邦政府一直试图利用通货膨胀税弥补收支失衡所产生的财政窟窿。

图12-3、图12-4和图12-5列出了财政支出增长的主要去向。图12-3和图12-4将联邦政府支出分为3类：国内社会保障计划、国防开支以及其他。从1951年到1987年，支出上升的主要原因是国内社会保障计划，占GDP的比重上升了8个百分点。图12-5则进一步证实了这一点，在1951年至1987年间，联邦政府对个人的转移支付规模大幅上升，占GDP的比重上升了7个百分点。

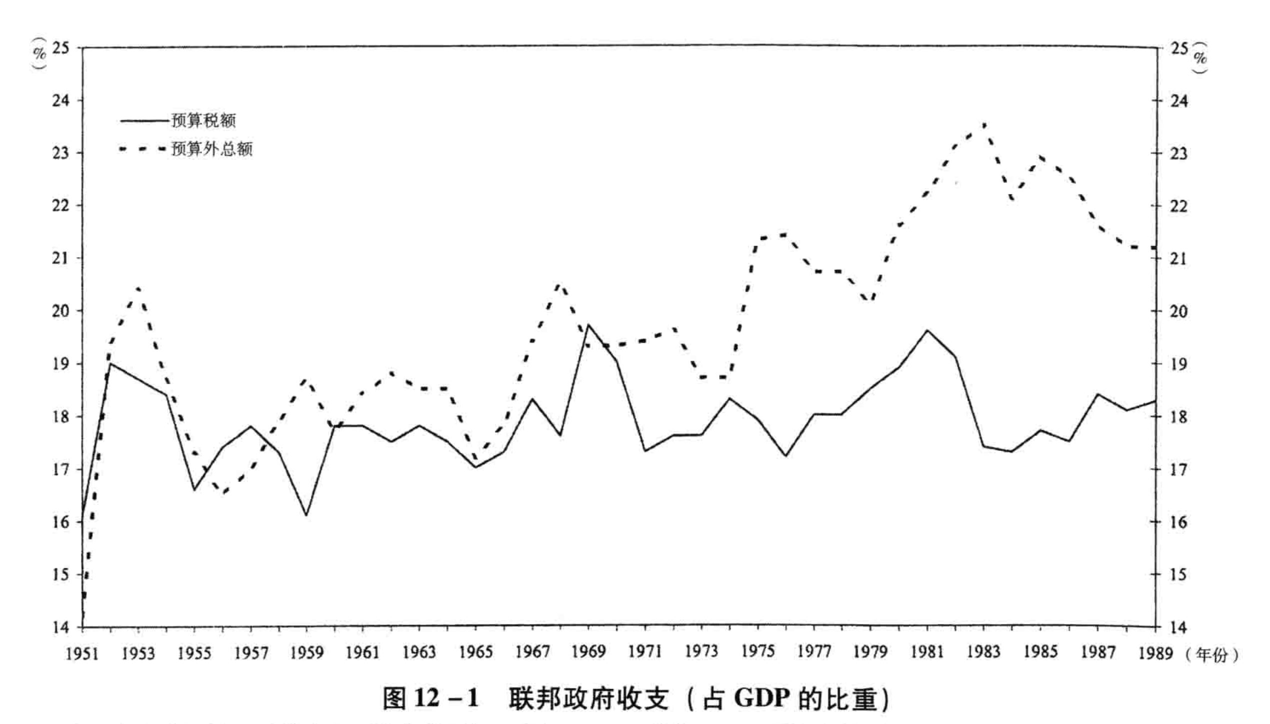


图 12－1　联邦政府收支（占 GDP 的比重）

注：收支数据均为预算内和预算外的总额。从图 12－1 到图 12－7，横轴刻度代表财政年度，均为财政年度结束的年份。在 1977 财年之前，财政年度是从每年的第 3 季度到来年的第 2 季度。之后，财政年度为每年第 4 季度到来年第 3 季度。从图 12－1 到图 12－7，数据均来自政府管理预算局（OMB）美国政府预算表格。

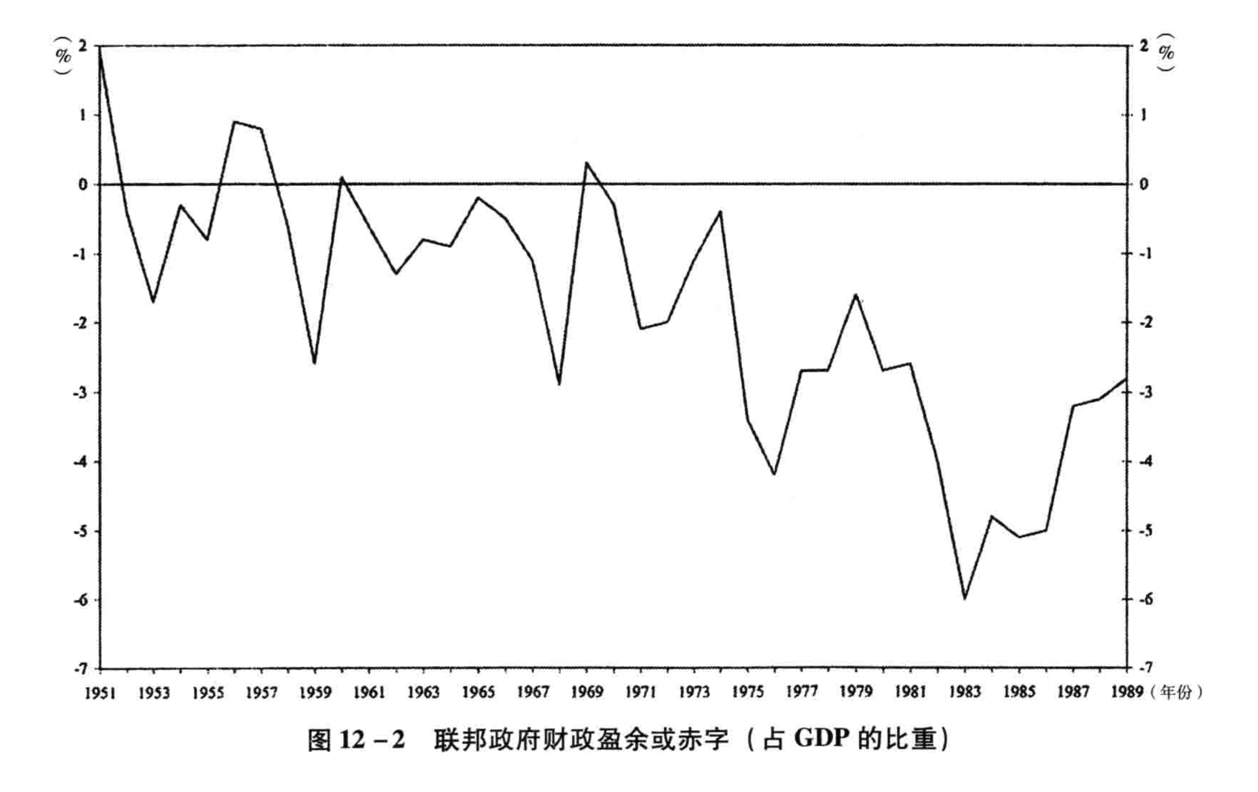


图12－2　联邦政府财政盈余或赤字（占GDP的比重）

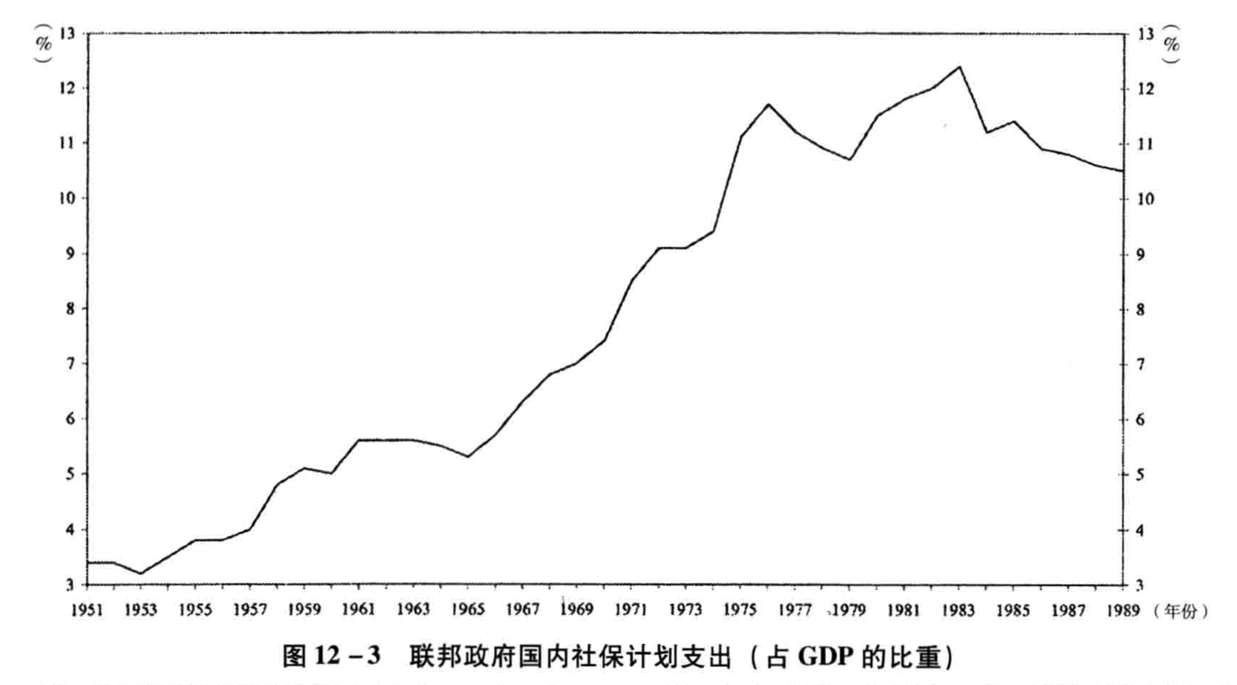


图 12-3　联邦政府国内社保计划支出（占 GDP 的比重）

注：数据来自政府管理预算局“Outlays by Superfunction and Function”表格中人力资源一栏，该栏目下设有教育、培训、就业和社会服务，健康，收入保障，社会保障以及退役军人福利和服务等子项。

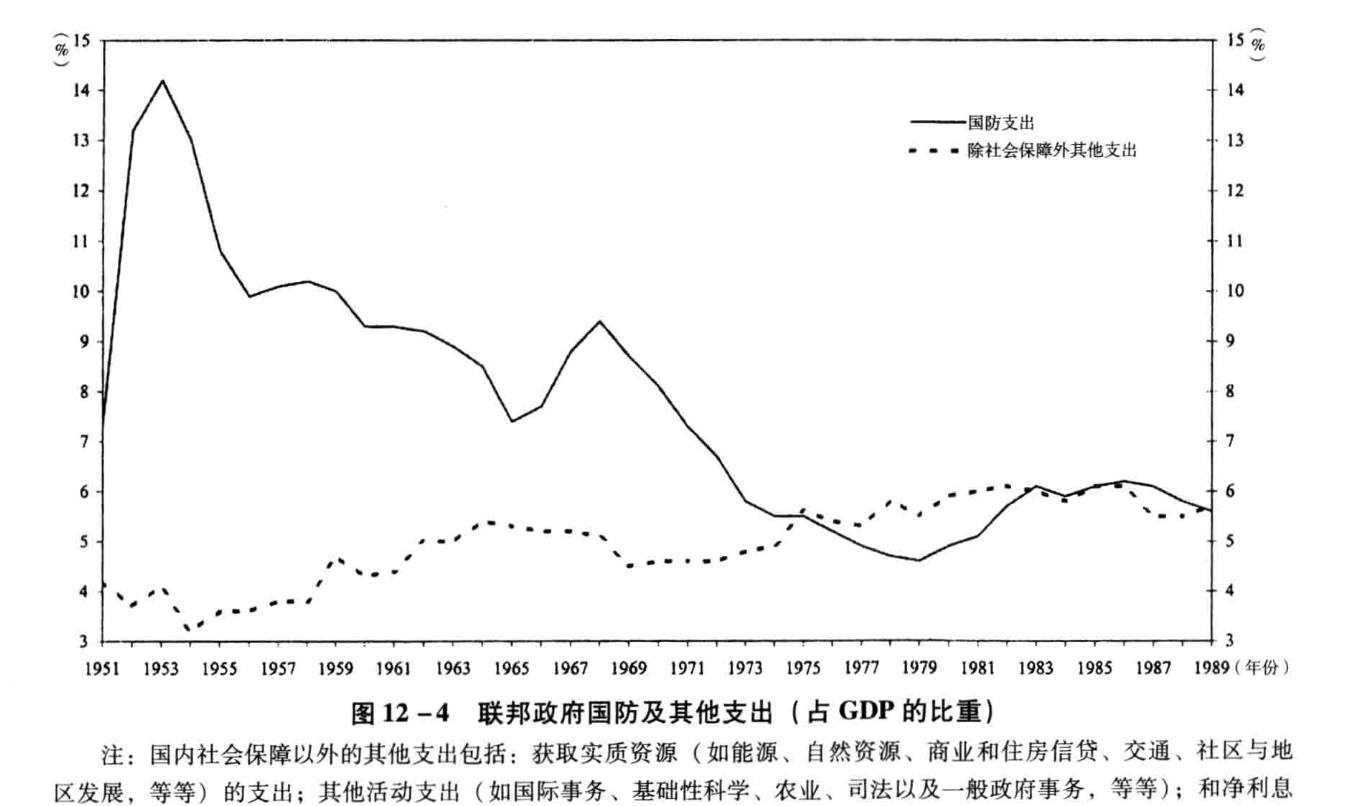


图 12－4　联邦政府国防及其他支出（占 GDP 的比重）

注：国内社会保障以外的其他支出包括：获取实质资源（如能源、自然资源、商业和住房信贷、交通、社区与地区发展，等等）的支出；其他活动支出（如国际事务、基础性科学、农业、司法以及一般政府事务，等等）；和净利息支出（译者注：应指联邦政府利息支出，主要是国债利息支出与利息收入的差额）。

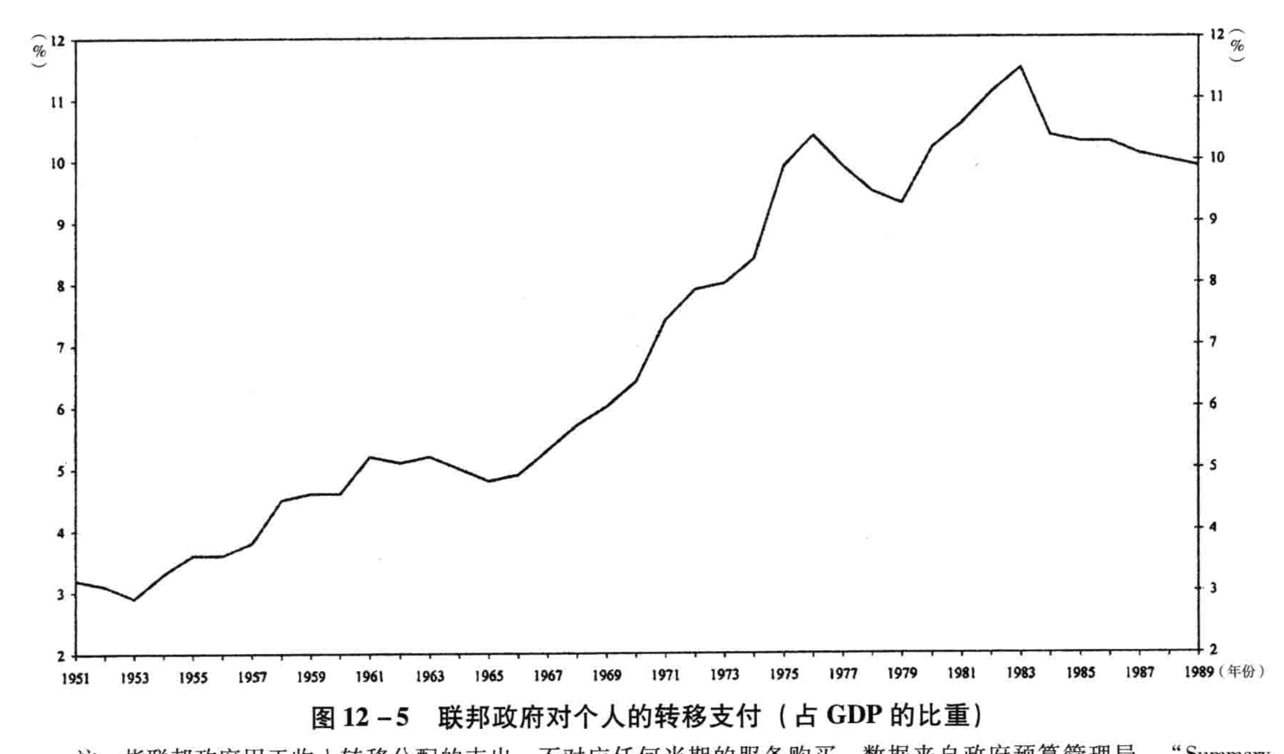


图 12－5　联邦政府对个人的转移支付（占 GDP 的比重）

注：指联邦政府用于收入转移分配的支出，不对应任何当期的服务购买。数据来自政府预算管理局，“Summary Comparison of Outlays for Payments for Individuals”表格，子项包括有基础医疗、医疗保险、收入保障、社会保障以及退役军人福利等。

由于大幅增长的转移支付主要都用在了收入再分配上，这使不同利益群体很难就可接受的税收水平达成共识，公开征税很可能激化各阶层的矛盾。在这种情况下，政府只好一边寄希望各方达成妥协，另一边则诉诸通货膨胀，作为临时增收的手段。认为政府才是通胀根源的观点，可以从联邦政府的收支变化中得到证实（参见图12－1）。从1950年代初之后，政府财政收入占GDP的比重几乎没有大的趋势性变化。与之相对，财政支出则在1960年代中期之后迅速膨胀，而恰好在这个时候，通货膨胀也开始了。如图12－6所示，国内社会保障支出占GDP的比重，从1967年起大幅上升。但在此期间，除了1968年短暂征收的10%附加税，以及1980年生效的暴利税外，政府没有任何大的征税举措。

转移支付之所以在1967年之后大幅上升，主要是因为约翰逊总统提出的伟大社会计划。政府开了个头，之后便是选民把这些计划扩展到五花八门，无所不包。1962年，最高法院延续了其一人一票的理念，要求每个选区的投票者人数应大体相当。1964年，税法的第24次修正案废除了人头税，到1965年，国会通过了选举权法。与之相适应，各州开始简化之前复杂的选举登记要求，将许多被剥夺了投票权的穷人和少数族裔重新纳入选民队伍。如此一来，选民结构出现了重大的变化，弱势群体（特别是老年选民）的政治影响力明显上升，这进一步强化了政府使用收入转移手段的动力。

在如何负担不断增加的财政支出的问题上，要得到各方共识的方案极其困难。再三权衡拖沓不决的各种政治成本后，政府在一开始更倾向于通货膨胀税的方式，而不是赤字融资。其原因不难理解，因为在公众眼中，赤字不过意味着税收的延迟。随着1960年代

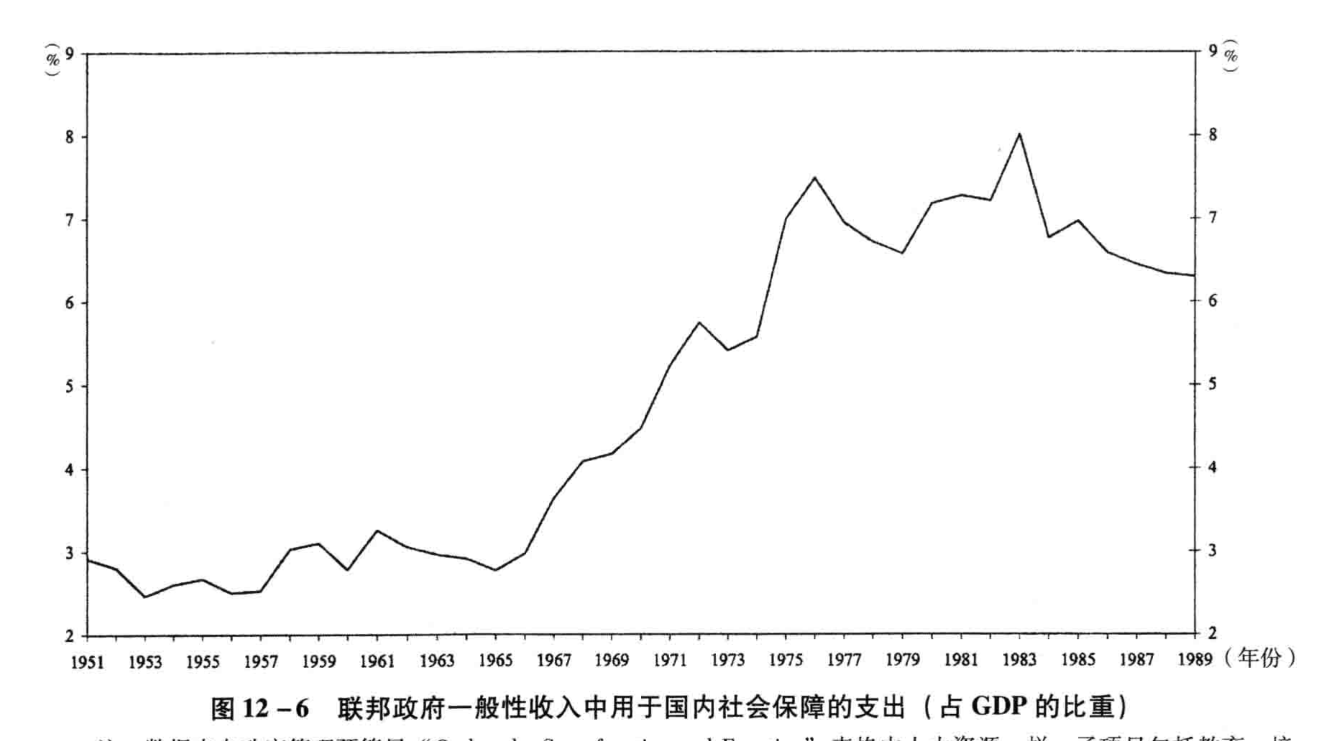


图 12-6　联邦政府一般性收入中用于国内社会保障的支出（占 GDP 的比重）

注：数据来自政府管理预算局“Outlays by Superfunction and Function”表格中人力资源一栏，子项目包括教育、培训、就业和社会服务，健康，社会保障，退役军人福利和服务，收入保障（联邦政府雇员退休和残障计划、失业救济、房屋补助、食品/营养补助，以及给各州的家庭赡养补助等），以及从一般财政收入向社会保障项目的转移支付。

和70年代的高通货膨胀经历，相对成本的政治考量也出现了变化，人们最终意识到，华盛顿才是制造通货膨胀的根源所在。到1980年时，政府已无法再将责任推到私人部门身上，也无法再把通货膨胀归咎于商品价格或工资推进等因素。

三 通货膨胀与财政压力的相互影响

1967年是货币政策的一个分水岭，朝鲜战争后一直延续的外部环境发生了巨大的变化。1966年，通货膨胀率为3%左右，与1957年大体持平。和1957年一样的是，面对物价上行，1966年的货币政策也开始转向紧缩，到1967年，通货膨胀压力有所缓解。按照以往的操作惯例，货币紧缩应一直维持到通胀完全消除为止，但实际上，货币政策在1967年就转向了扩张，通货膨胀也开始如脱缰野马，大幅攀升并延续到了1980年。是什么原因导致了政府对通货膨胀的容忍？

1965年，联邦政府收入和支出占GDP的比重都在17.5%左右。之后，随着医疗保险、国防以及国内社会保障等开支大幅增加，到1968年时，联邦政府支出占GDP的比重迅速上升到21%。通货膨胀为这部分开支提供了收入来源。朝鲜战争之后，个人所得的税赋水平一直在10%上下波动（参见图12－7），其间，1964年税收法案曾将其一度降低到9%（1964财年）。

由于个人所得税的累进性质，通货膨胀提高了纳税人适用的税档，由此导致了个人实际税收负担的上升。1969年，个人所得的税赋达到了10.75%（为分离出通货膨胀对财政收入的影响，这个数据不包括1968年所得税附加带来的收入增长）。通货膨胀税，连同

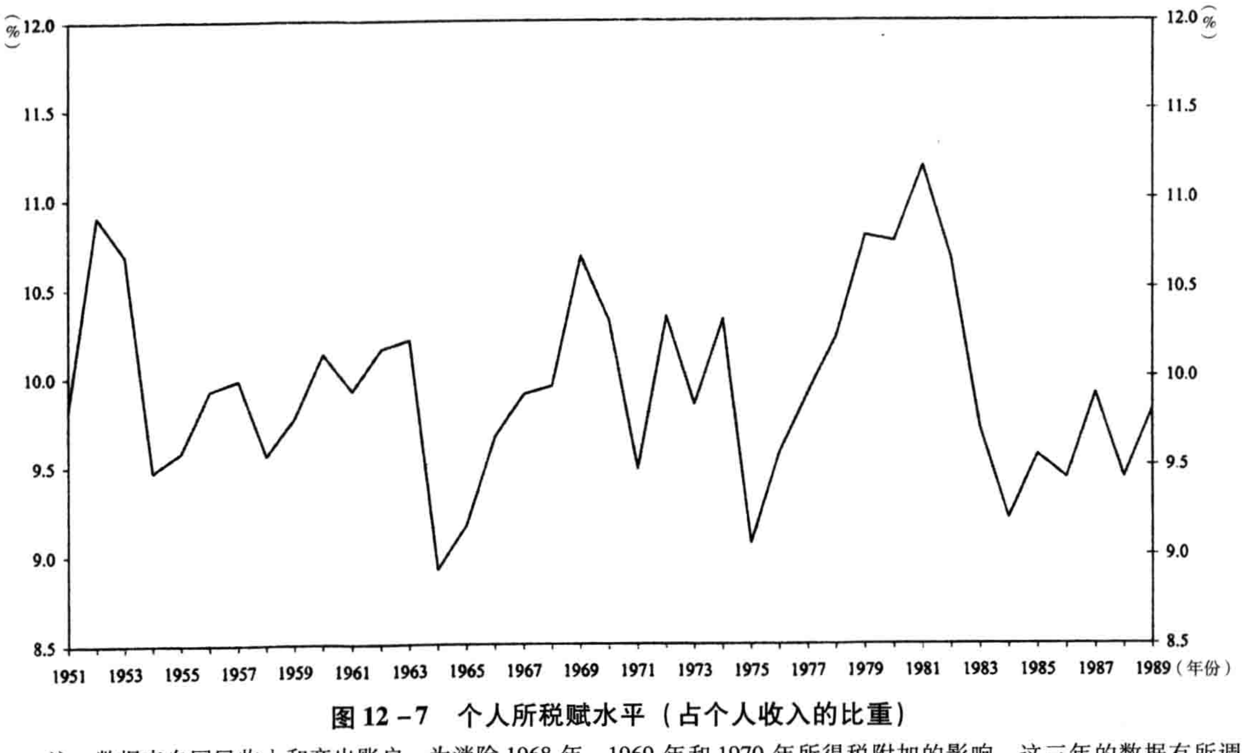


图 12－7　个人所税赋水平（占个人收入的比重）

注：数据来自国民收入和产出账户。为消除 1968 年、1969 年和 1970 年所得税附加的影响，这三年的数据有所调整，所对应的调整因子（除数）分别为 1.075、1.1 和 1.025。

所得税附加，让联邦政府在1969年实现了预算平衡。

1970年代早期，财政压力有所缓解。国内社会保障支出仍继续上升，从1968年占GDP的7%上升到了1973年的9%。但与此同时，国防开支大幅削减，从占GDP的10%下降到了6%。两相抵消之后，联邦政府支出占GDP的比重在这一时期还下降了2个百分点。1969年税收改革法案也抵消了通货膨胀对个人所得税赋的影响，实际的所得税率从1969年的高点开始回落。

到了1970年后半期，相对稳定的财政收入与急速扩张的支出间的矛盾日益彰显。从1965年到1974年的十年间，联邦政府支出占GDP的比重从17.5%上升至19.4%，而在1974年至1979年的五年间上升到了21.3%。与之相对，同一时期，联邦政府收入占GDP的比重一直稳定在18%上下。在1975年减税法案中，国会对所得税率进行了较大的调整，以消除1960年代末以来的通货膨胀对个人税收的影响。这一法案将实际所得税率重新降到了1964年的水平。当然，国会减税的重点是中低收入群体（费雷尔、克拉克森和摩尔，1975）。在社会保障支出继续上升的同时，在1970年代后半期，国防开支的削减开始变得缓慢。由于国防开支无法再为社会福利增加提供更多的空间，卡特政府的财政状况自然也就捉襟见肘。

CPI通胀率在1976年曾一度降到6%，但在1977年再次快速上升，到1980年达到一个高点，为11%。在此期间，货币政策不顾通胀高企的现实，仍在1977年选择转向扩张。政府希望通过货币政策，缓解财政上的压力。尽管1978年税收法案进行了减税，通货膨胀还是将个人实际税收负担从1975年的9.2%，提高到了1981年的11%。不过，由于支出增长过快，财政收入虽然因通货

膨胀有所增加，但仍然无法弥补收支缺口，财政赤字也上升到了历史最高水平。

从 1977 到 1980 年，财政赤字的规模急速扩大，让卡特政府及国会中的民主党人遭到了强烈的批评。这使各方对货币政策的期待倍增，寄望货币刺激可以带来经济增长，在降低失业率的同时修复财政赤字。国会预算办公室（CBO）测算（美国国会，CBO，1980，第 17 节），在 1980 年，失业率每下降一个百分点，可以减少 270 美元的财政赤字（占 GDP 比重的 1%）。

在 1976 年之后，政府需要降低失业率的另一个原因，在于想扩大工资税基，为社会保障基金提供足够的资金。1970 年代之前，社会保障支出增加主要源于其覆盖范围不断扩大，如残疾人保障金、医疗保险以及提前退休保障，等等。实际福利水平的提高，随即引发了实际工资水平上升（参见图 12 - 8）。从 1970 年开始，国会投票通过了一系列大规模的福利开支。到 1977 年，社会保障已占 65 岁以上老人家庭收入的 33%，而在 1960 年代上半期，这一比率仅为 7%（美国社会保障委员会，1977 ~ 1979）。

为避免实际福利水平受通货膨胀的侵蚀，1972 年，社会保障支出还增加了与通胀挂钩的条款。具体而言，退休福利是按工资的一定比例来折算，其中，折算比例根据通货膨胀进行调整，而折算基数则是过去工资水平的平均额。由于工资本身就会随通货膨胀变动，再加上根据通胀调整的折算比例，计算出的福利支出自然也就随通胀而上升。不过，从上述计算公式可以看到，这种通胀补偿可能是过度的，尤其是对新近退休的人，福利收入增加超过了通货膨胀给其带来的损失。从 1975 年开始，基本养老保险账户（OASDI）

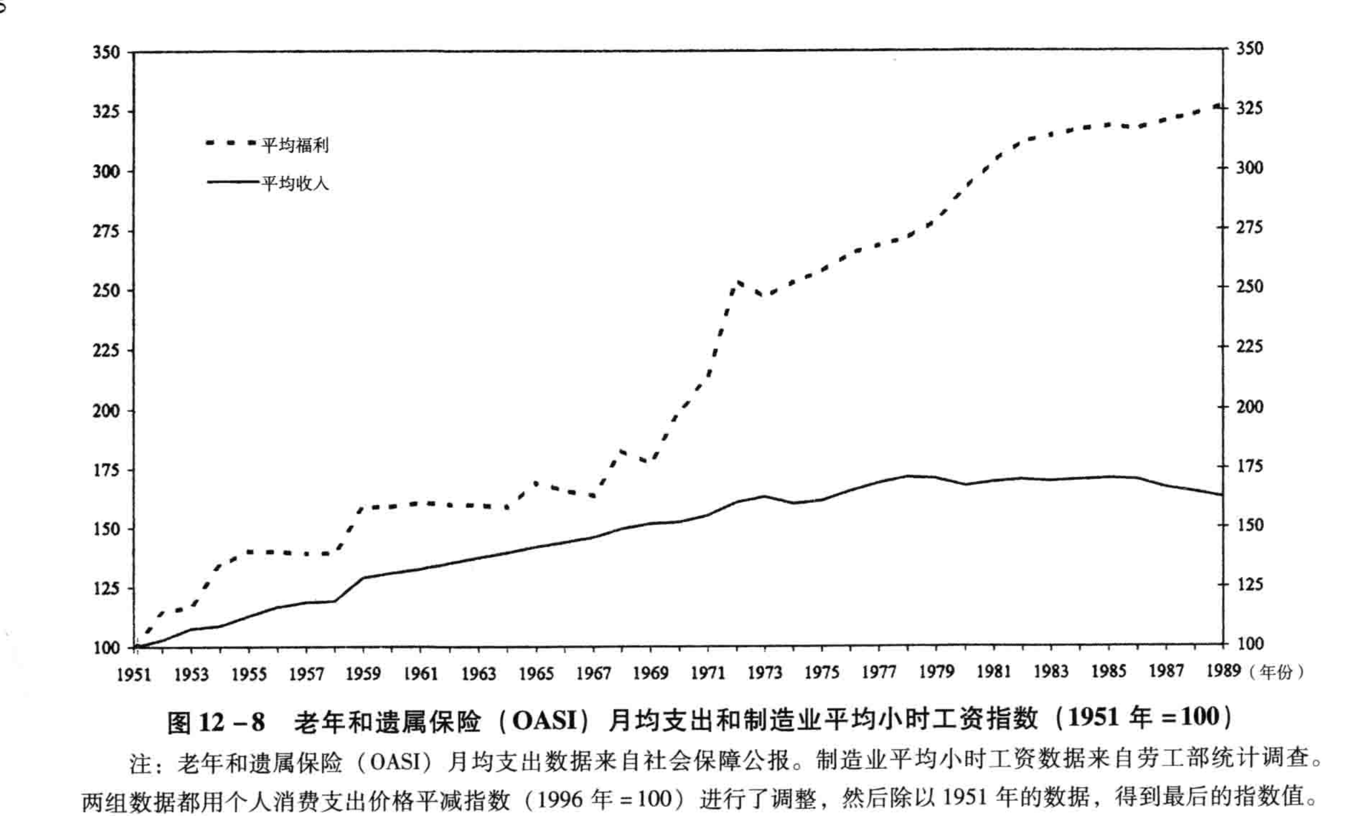


图 12－8　老年和遗属保险（OASI）月均支出和制造业平均小时工资指数（1951 年＝100）

注：老年和遗属保险（OASI）月均支出数据来自社会保障公报。制造业平均小时工资数据来自劳工部统计调查。两组数据都用个人消费支出价格平减指数（1996 年＝100）进行了调整，然后除以 1951 年的数据，得到最后的指数值。

开始入不敷出，陷入赤字。

失业率和社会保障赤字之间的关系显而易见，对此，雷诺和普莱斯（1985，第31页）评论道：

> 自1970年中期以来，社会保障政策的当务之急，就是为OASDI信托基金筹资。这个信托基金的资金基本都来自于……工资税……失业率高企，被看成是造成退休和残障保险资金紧张的一个原因，而不是这些计划所要去解决的问题。

1977年，针对社会保障筹资的问题，国会开始着手研究解决方案。在政治家们看来，通过刺激性的货币政策（而不是降低通货膨胀）来推动就业增长，可以为达成共识赢得所需要的时间。

四　减税示威

1974年初，国会开始讨论将税收与通货膨胀挂钩的问题。在米尔顿·弗里德曼的催促下，众议员克兰和参议员巴克利提交了将税收与通胀挂钩的议案。国会议员并不喜欢挂钩的想法，因为在通货膨胀导致财政收入增加的情况下，他们可以利用不定期的减税来博取政治资本。1976年，国会就塔夫特议员将所得税与通胀挂钩的提案展开了辩论。参议院金融委员会主席朗明确表示反对，其理由是，提高财政收入势在必行，而国会又不愿意采取公开加税的途径（美国国会，1978年2月24日，第32页、第34页）：

> 这个修正案意味着，每当通货膨胀率达到6%，我们就会损失50亿美元的财政收入……而且还是在政府赤字已然失控

> 的情况下。要让参议员们投票支持加税……是很难的事情……通货膨胀有助于修复预算平衡，而且还是自动发挥作用……对我们来说，可以使用的平衡预算的方法寥寥无几，通货膨胀正是其中之一，它的确能增加政府的收入。

1970 年代后半期，通货膨胀导致政府收入大幅增长（参见图 12－7）。而将税收与通货膨胀挂钩，惠及的主要还是低收入家庭。在 1967 年，24.1% 的纳税人适用 21% 或更高的边际税率。而到 1979 年时，这个数字上升到了 62%（桑德斯和格林，1980，第 25 页）。1980 年初，国会预算办公室预测 1980 年的通货膨胀为 11%，到 1985 年之间，将会下降到 8% 以下。按照这一预测，联邦政府收入占 GDP 的比重将从 1980 年的 23.9%，上升到 1985 年的 23.9%（美国国会；CBO，1980 年 2 月，第 15 节）。

1978 年 6 月，加利福尼亚 13 号提案获得通过，该提案旨在降低物业税，并限制地方政府提高未来税收的能力。就此之后，限制税收增长的运动席卷全国。中产阶级对税赋加重的反应，决定了 1980 年大选的结果，在这次总统竞选中，里根最终击败了卡特。尽管民主党仍然掌控众议院，但丢掉了 33 个席位。在参议院中，议员连任率从前三次总统选举年的 69.8% 跌到了 55.2%，参议院的控制权也易手于共和党。

1980 年以后，使用通货膨胀来提高个人税赋，在政治上已经彻底行不通。1981 年经济复兴税收法案明确规定，在 33 个月内将个人所得税率降低 25%。同时，该法案还要求从 1985 年起将个人所得税档与通货膨胀挂钩。国会之所以调整税率，主要是考虑在 1985

年（与通胀挂钩）之前的三年中，通货膨胀还可能继续导致财政收入增加，因此通过税率下调来进行抵消。1980 年，财政支出与 GDP 比率开始了最后的一次上升。但随着减税示威和里根在 1980 年的当选，利用通货膨胀攫取资源的方式，也终于走到了尽头。相对稳定的财政收入与急速扩张的支出间的矛盾，开始表现为财政赤字的持续上升（参见图 12-2）。

附录：来自通货膨胀税的财政收入

在本附录中，我们详细计算了财政收入各组成部分因通胀而增加的数额，1974 年总数为 339 亿美元。第一，1974 年流通中的基础货币（流通中现金和成员银行的准备金）为 1110 亿美元。在 1974 年通胀率为 11% 的情况下，为保持实际余额不变，公众需要增持 11% 的基础货币。新增的基础货币需求，等同于一项新的税收，为政府扩大开支提供了资金来源。大致匡算，1974 年的政府铸币税收入等于 122 亿美元（1110 亿美元 ×0.11）。

第二，截至 1974 年 6 月，国债利息为 6.56% 左右，平均期限为三年。而同期金融市场上，三年期国债的收益率为 8.33%。市场利率与国债付息率的差额（1.77 个百分点），反映了过往债券发行在纳入通胀溢价时存在的偏差。考虑到私人投资者持有 2545 亿美元的国债，政府在 1974 年从未预期的通货膨胀中得到的收入为 45 亿美元（0.0177 ×2545 亿美元）。

第三，通货膨胀会降低标准抵扣、个人减免额以及低收入者抵扣的实际价值，从而提高政府实际的所得税收入。1985 年以前，个人所得税率是按名义收入累进，通货膨胀通过抬高个人名义收入水

平，推高了纳税人适用的税率，并增加了政府收入。弗雷尔、卡拉克森和摩尔（1975）用国家税务总局（IRS）税收申报的分层数据，对1974年因通货膨胀导致的税收增长进行了估算。结果表明，1974年的通胀使个人所得税收增加了67亿美元。

这个数字与基于总量数据的估算结果相差不大。在1973年和1974年间，名义个人收入提高了9.7%，由于CPI通货膨胀上升了11%，实际收入下降了1%左右。在与通货膨胀挂钩的税收制度下，只有实际收入提高才会引发税收的上升，照此计算，所得税收入应增加8.7%左右（9.7% -1%）。但实际上，个人所得税总额上升了14.3%。根据这些数字可知，个人所得税收入的通货膨胀弹性应等于（14.3 -8.7）/8.7 或者0.64。1973年，个人所得税总额为1073亿美元，因通货膨胀增加的数额则应在60亿美元左右（1073 ×0.087 ×0.64），这和费雷尔等人的计算结果非常接近。

第四，通过抬高资产的美元价值，通货膨胀会增加资本利得税收入。费尔德斯坦和斯莱姆罗德（1978）估计，1973年因通货膨胀导致的资本利得税增加为5亿美元（由于1974年的通胀比1973年要高，因此这个估计数字可能比1974年的实际收入要低一些）。

第五，通货膨胀还提高了企业所得税。费雷尔、克拉克森和摩尔（1975）对1974年因通货膨胀而增加的企业所得税额进行了计算。他们首先根据通货膨胀对企业折旧抵扣进行了调整，用重置成本而不是历史成本来确定折旧额。然后估计，1974年的通胀使企业所得税额外增加了100亿美元。这个数字可能还有低估。费尔德斯坦和萨默斯（1979）的估算认为，1977年仅为6.8%的通胀水平，就导致非金融企业所得税增加了320亿美元。这也就是说，在1977

年，通货膨胀把有效企业所得税率从41%提高到了66%。

根据以上的计算，1974年，通货膨胀对各类税收收入的影响，按百分比构成大概是：铸币税36%；未清偿政府债务减值13.3%；个人所得税（不含资本利得）6.7%；资本利得1.5%；企业所得税29.5%。不过，以某一年数据计算出的相对份额，可能会低估个人所得税在通货膨胀收入中的重要性。假定通货膨胀率保持不变，那么，其他几类税收每年所带来的税收增量也会相同，但对个人所得税来说，因为具有累进性质，其收入增量还会继续扩大，其上限只受最高档税率（即70%）的约束。

第十三章　沃尔克时期的通货紧缩

1979 年 8 月 6 日，保罗·沃尔克被任命为美联储主席，就此改变了美联储政策制定的氛围。马丁认为，美联储应承担治理通胀的职责，但在伯恩斯和米勒领导的时期，美联储大大偏离了这一理念。沃尔克则将低通货膨胀定为美联储的首要政策目标。沃尔克早期曾在纽约联储工作，曾长期与金融市场打交道，后来又在财政部专门负责布雷顿森林体系的相关事务，这些工作经历，使其对市场预期异常关注。此外他坚信，可信的货币政策可以引导预期，并将此理念付诸行动。

基于这样一个理念，沃尔克对凯恩斯主义的正统理论发起了挑战。凯恩斯主义理论认为，1970 年代高启失业水平证明，成本推动和供给冲击是引发当时通货膨胀的原因，而以工资 - 物价相互推动、螺旋上升为表现的预期，则促进了通货膨胀的扩散。由于通货膨胀并非由货币因素引发而且有内在强化的倾向，想利用货币政策来控制通货膨胀（而不诉诸收入政策），会让失业恶化到无法接受

的程度。在沃尔克通货紧缩政策的成功之后，经济学上的理性预期革命才得最终得到认可。1979 年国会联合经济报告（美国国会，1979 年 3 月 22 日，第 45 页）代表了当时主流的观念：

> 只限制需求……无法……在不造成产出损失和高失业等代价的情况下……控制通货膨胀……确切地说，抑制需求并不能缓解能源和食品成本上涨、政府管制加强、生产力增长低于标准以及美元价值下跌等因素引发的通胀。这些与供给面因素相关的通货膨胀，在工资－物价螺旋的作用下，将进一步发展和扩散。

今天，我们已很难想象建立一种全新的、具有可信度的货币政策机制，是多么困难的工作。沃尔克当时的首要任务就是通过树立货币政策可信度，恢复公众对通货膨胀的稳定预期。[①]如果必须经历经济衰退，才能实现低通货膨胀，那么，一个可信的货币政策意味着，必须摒弃时松时紧的相机抉择模式。而且，货币政策操作必须先发调整，在公众注意力从失业转到通胀之前，就应该调升利率。为提高政策的可信度，沃尔克向公众承诺要降低货币增长速度。对此，沃尔克（1980 年 12 月 3 日，第 9 页）宣布：

> 通货膨胀预期，在过去几年中，反映在对工资谈判、价格政策、财务决策等活动中……助长了通货膨胀……我们控制货币增长的决心，以及在一段时间中成功实现这个目标的事实，都会对改变预期起到关键性作用。

基于用可信承诺扭转预期的想法，公开市场委员会（FOMC）

在1979年10月6日引入了新的操作程序，对此，沃尔克进行了解释（1980年1月2日，第3、10、11页）：

> 我们的政策……基于一个简单的前提——一个被过去几百年经历所证明的事实——通货膨胀与货币、信用过度膨胀有必然的联系……我最常被问到的问题是……“美联储会坚持这一政策吗?”……我回答很干脆……是的。“这一政策”指控制货币供给增长……一旦所有人都预期物价会上涨，通货膨胀就必然会自我实现……为了打破这个恶性循环，我们需要扭转预期，而其中一个必不可少的因素，正是美联储的职责所在——我们必须建立具有可信度和有约束的货币政策，将货币增长持续控制在适度范围之内。

实现既定货币目标的承诺，让FOMC在控制通胀时，只要情势所需就可以进行任何幅度的加息，无须顾虑其他。与之前的操作模式相比，美联储的货币政策发生了根本性变化。

一　美联储承担治理通胀的职责

沃尔克是纽约联储一手培养出来的人物。早在1950年代，罗伯特·罗萨担任纽约联储主席的时期，沃尔克就在交易办公室工作，到1960年代时，他进入财政部给狄龙和福勒两位部长担任过副手。1965年秋，沃尔克到大通曼哈顿银行工作了一段时间，之后在尼克松任内再次加入公职，担任财政部副部长，先后经历肯尼迪、康纳利和舒尔茨等几位财长。在财政部工作期间，沃尔克专门负责与布雷顿森林体系相关的事务，并亲身经历了这个体系在1973

年3月的土崩瓦解。沃尔克后来曾回忆起与亚瑟·伯恩斯在1973年3月9日于巴黎召开的紧急会议上的一段对话："（伯恩斯）对汇率浮动有深深的恐惧。（他）试图最后一搏，以挽狂澜于既倒（支持保留布雷顿森林体系）。在我看来，这显然为时已晚，我当时有点恼火地说，'亚瑟，如果你想维持这个金平价制度，最好赶紧回家，收紧货币政策。'他长叹一声，回答，'要有用的话，我真打算这么做。'"（沃尔克、行天丰雄，1992年，第113页）

沃尔克（沃尔克、行天丰雄，1992年，第193页）写道："我后来了解到……伯恩斯……之所以如此，是因为担心国际因素会对国内利率产生不利影响。所以，尽管他强烈支持固定汇率制度，但就我看，他的理由多少有点似是而非。"对于布雷顿森林体系的瓦解，沃尔克评论道，"这是令人伤感的往事，深埋我心。"

1979年8月，沃尔克就任FOMC的主席，同月，米勒赴任财政部部长。其时美元正急速贬值。后来，沃尔克（沃尔克、行天丰雄，1992年，第151页）写道："不断有人质问我，如果更早地重视汇率下跌这一警示信号，实际情形是否可以更好些。"1979年夏，财政部的干预未能阻止美元下跌。对此，梅耶（1980年，第303、308页）回忆道：

> 1978年2月，在10天之内花费7.5亿美元购买马克对所有参与方来说都是一笔大买卖，到了1979年7月中旬，美国一天用于购买马克的支出飙升至5亿美元。市场却未因此而稳定……9月19日，一天之内，美元对瑞士法郎和德国马克的汇率下跌了2%。

在担任FOMC主席后的第一次例会上，在市场普遍预期经济即将步入衰退的情况下，沃尔克（美联储理事会，会议纪要，1979

年 8 月 14 日，第 21 页）将恢复货币政策可信度作为美联储的首要任务，并承担起引导通胀预期的责任：

> 如果紧缩措施被解读为负责任的行为……长期利率将向有利的方向发展……经济政策在整体上正面临信任危机……我们还能让公众相信，通胀将在一段时间后下降吗？……在我看来，只要长期预期不陷入悲观……通过利率调整……（经济衰退是）完全可控的。

1979 年 9 月，沃尔克从国际货币基金组织在贝尔格莱德召开的会议上提前返回。之后很快，在 1979 年 10 月 6 日的一次秘密会议上，FOMC 通过了新的操作规程。[②] 据沃尔克（沃尔克、行天丰雄，1992 年；2001 年）称，在去往贝尔格莱德的途中，他从联邦德国总理斯密特和中央银行行长艾明格尔的交流中得到了启发。沃尔克将情况向财政部部长米勒和经济顾问委员会主席舒尔茨做了简要说明，但这二人都不太喜欢新规程。不过，沃尔克向两人暗示，卡特总统不会反对这个新规程。

把意见上四分五裂的 FOMC 重新统一起来，是沃尔克需要完成的一个重要工作。1979 年 9 月 18 日的例会，是意见分歧下 FOMC 艰难决策的典型案例。一方面，绿皮书（1979 年 12 月 9 日，第1 ~ 3 页）称“近几个月以来，受能源价格推动，通货膨胀率持续以两位数的速度攀升”。蓝皮书（1971 年 9 月 14 日，第 1 页）则预测，“在 8 月至 9 月间，M1 增长将超出委员会设定的 4% ~8% 区间上限”。而在另一方面，经济衰退正在变为可能。绿皮书指出，1979 年第 2 季度的实际国民生产总值下降了 2.5%，并预计，第 3 季度

情况大抵相似，而在之后的三个季度中，经济下滑幅度将在1.25%左右。此外，绿皮书还预计，1980年末的失业率将达到8%。

就是否应“略微提高”联邦基金利率，FOMC进行了表决（美联储理事会，FOMC政策行动记录，1979年报，第193~194、196页）。四位理事投了反对票，其中，鲍尔斯主席、布莱克主席和科尔德威尔主席要求更大幅度的紧缩，莱斯理事则反对任何紧缩。同日，美联储理事会还以7:3的票数通过提高贴现率，反对该提案的成员分别是帕蒂、蒂特斯和莱斯。在两个决策机构中，沃尔克都获得了多数支持，特别是在7月，当舒尔茨担任美联储副主席之后，其地位更是牢固。但即使如此，由于美联储内部严重的分歧，还是为他带来了很多攻击。众议员亨利·罗伊斯和参议员、联合经济委员会主席劳埃德·本特森就曾致信沃尔克，反对美联储在未来进一步加息（梅耶，1980，第308页）。

在一次提高贴现率的争论中，美联储内部的分歧表现得尤为明显。沃尔克后来说道：

> 真正促使我实施变革（在操作规程方面）的……是当我们商议提高贴现率时……投票结果居然是4:3……对这样一个结果，市场的反应肯定是“这将是最后一次上调……不信走着瞧”。这次决策对市场的影响异常糟糕……这时我才意识到，我们在政策可信度上的问题比想象中远为糟糕。这让我沉下来真正地思考……其他的解决途径。（2001年，第447页）

沃尔克取消了FOMC决定联邦基金利率的权力。对此，他在FOMC上（美联储理事会，会议纪要，1979年1月8~9日，第13

页）说道，“在继续关注联邦基金利率走势时，若其偏离预想的路径，我们不应再做出具体的决策反应。”③沃尔克承认（沃尔克、行天丰雄，1992 年，第 170 页），如果没有这个新的规程，他肯定得不到 FOMC 的支持，将联邦基金利率提升到后来那样高的水平。

通过把政策重点从联邦基金利率转移到货币供给目标上，新规程解决了美联储内部分歧以及货币政策缺乏可信度的问题。沃尔克（沃尔克、行天丰雄，1992 年，第 167 ~ 168 页）写道：

> （引入这个规程）最重要的好处，是规范了我们自己的行为。一旦美联储把政策重点放到货币供应量上，不仅是公布政策目标，而且真正通过改变操作模式来实现这一目标，我们将发现，即便让利率飙升至难以忍受的水平，自己也无路可退。此外，更多强调货币供量，实际上也是在用另一种方式告诉公众，在对付通胀上，我们说到做到。对大多数人来说，不需要多高级的经济学教育，都知道通货膨胀与货币过多高度相关。

在应对危机方面，沃尔克是一个天生的领导。沃尔克后来谈到，“在那个时候担任主席的感觉很好，因为当时国家有正经历危机的感觉”。（《金融时报》，2004 年 10 月 23 ~ 24 日）此外，他也是一名学者，对学术争论保持着浓厚的兴趣。到 1979 年时，他已接受了货币主义者的观念，认可只有中央银行可以控制通货膨胀。对此，沃尔克（沃尔克、行天丰雄，1992 年，第 164 页）写道：“在当时，我已经有确定无疑的看法，要彻底解决通胀所带来的问题，唯有货币政策一途。”此外，沃尔克（沃尔克、行天丰雄，1992 年，第 166 页）也已明白，过度依赖利率工具将引起通胀预期的波动。

正如沃尔克（美国国会记录，1979 年 10 月 17 日，第 1 页）向联合经济委员会所解释的，当务之急在于控制通胀心理。通胀心理往往发端于商品和外汇市场的投机活动，并很容易就蔓延到工资设定的环节：

> 通胀在一定程度具有自我实现的性质，因此，要使经济恢复到稳定增长的状态，就必须先摆脱通胀预期的支配。最近以来，我们已经看到，通胀和通胀预期对金融、货币市场的有序运行，以及美元的国际价值等等，都产生了广泛而严峻的影响。

要控制通货膨胀预期，FOMC 就必须避免货币增长超过四季度期货币目标。“入秋时，情况很清楚，货币、信贷的增长即将超过我们设置的年度目标，这助长了通胀预期”（沃尔克，1979 年 12 月，第 959 页）。

在访谈多位理事和美联储经济学家之后，伍利（1984 年，第 5 章）发现，转向货币供给目标，解决了美联储当时的燃眉之急。首先，树立可信的反通胀政策，需要大幅提高利率，但到底应把利率抬高多少并不确定。一种解决方案是，只要能把 M1 控制在目标区间之内，允许基金利率任意幅度的上涨。其次，新规程也允许美联储用货币增长状况来向市场传达提高利率的必要。

纽约联储主席的特别顾问，理查德·戴维斯（1981 年，第 19～20 页）对此评论道：“货币存量目标的使用……提供了一种政策沟通的工具……用实现货币增长目标的长期路径，来明确反通胀的政策，在内、外部沟通上都更清晰和便利，与采用利率目标的情

形完全不同。”

尽管新程序让 FOMC 可以大幅调整利率，但无助于提高货币政策的可信度。沃尔克（美国国会，1980 年2 月19 日，第9～11 页）只能对货币目标做出公开承诺：“在过去……我们通常更关注经济活动在短期内的走弱……而忽视了我们的决策对未来通胀的影响……政策过于宽泛是很糟糕的模式，必须要打破……除逐步降低货币总量增长外，我认为别无选择。”

在当时，公众并不知道，沃尔克的言论，是否只是意味着，在膨胀、紧缩循环的政策模式下，又将迎来一次货币紧缩而已。也没人知道，政府和国会是否会支持紧缩政策。只有在美联储不在紧缩之后再实施膨胀，其货币政策才可以逐步赢得信任。事实上，沃尔克获得了不少政治家的支持。众议员詹姆斯·布兰查德（民主党，密歇根州）曾开玩笑（美国国会，1980 年 2 月 19 日，第 129 页）：“如果亚瑟·伯恩斯主张过你讨论的那些政策，我们可能在走廊上就被愤怒的民众给干掉了。”即将就任的总统，罗纳德·里根，也支持美联储的独立性。沃尔克（沃尔克、行天丰雄，1992 年，第175 页）写道：“与前任们不同，他（里根）对通货膨胀发自内心的反感……而且，他好像也有一种直觉，知道干涉美联储的独立性并不是一个好主意。”

二　信贷控制和 1980 年的经济动荡

尽管引入了新操作程序，但到 1979 年底之前，FOMC 在降低通胀预期方面没有取得任何进展。在 10 月的例会之前，30 年期债券利率为9.3%。两个月之后的12 月，该利率上升到了10%。1979

年12月苏联人入侵阿富汗，面对这一形势，卡特总统提议增加军费支出。出于对最终实现预算平衡的怀疑，债券市场爆发了一次通胀恐慌，给了沃尔克一个下马威。12月CPI上涨1.2%、1979年CPI上涨13%的数据一出，债券利率在1980年1月下旬开始急速上涨，在2月下旬突破了12.5%。[④]

在政策可信度遭到挑战的情况下，FOMC的反应有点犹豫。沃尔克（沃尔克、行天丰雄，1992年，第171页；沃尔克，1992年，第147页）写道，他曾要求提高贴现率，但卡特政府劝他再等一等。直到1980年2月中旬，联邦基金利率才开始大幅上升，3月的FOMC例会后，该利率从2月例会后的13.6%，进一步涨到了17.8%。

面对通货膨胀突破两位数，卡特承诺重新提交一份预算，增加了一些财政上的约束。当时，卡特预计自己会在总统预选中与肯尼迪（译者注：爱德华·肯尼迪，肯尼迪总统之弟）对阵，因此希望反通胀计划中可以加入一些元素，使其看起来更像一个"自由主义"方案，而不是偏"保守主义"的计划。为此，卡特的顾问们提出了信贷控制计划。[⑤]舒尔茨（哈格雷夫、莫利，1984年，第494页）写道：

> 我们在1980年3月重新提交了预算，同时附带了一个对汽油征税的倒霉建议……此外，我们还干了点别的傻事……我听信了一些政客的说辞，认为新方案中有太多不利于平等的措施，如大幅缩减开支、对能源征税等，可能损及穷人的利益。既然如此，我们应该加上些促进平等的政策，而这个政策就是选择性信贷控制。

之所以会产生信贷控制的政治诉求，主要基于这样一个假设，

认为通过限制信贷数量，就可以在控制通胀时减少利率上升的幅度，进而减轻对住房市场的影响。信贷控制计划具有很强的民粹主义特性，从美联储理事会宣布“特别信贷限制计划”（SCRP）的新闻通稿中可见一斑。通稿指出，采用SCRP的主要目的，在于防止“把信贷资源投入实质是投机的领域”。1980年3月25日，沃尔克对一些银行家们谈道：[6]

> 美联储的信贷限制计划，主要是用来代替加息政策的。如果把利率提得太高，会对某些产业或某些领域造成破坏性的影响。大企业目前看来并不缺钱……货币市场基金……把资金从短缺的地方，如小银行、农村地区的小企业，导引到了资金充足的地方，如大银行和大公司。

1969年通过的《信贷管制法案》，曾授权美联储理事会限制“任何或所有的信贷发放”。国会知道尼克松不会使用这种控制，之所以通过这个法案，不过是想让他更加难堪。当然，尽管美联储有这个权限，但总统是否可以强迫其采用这一手段，仍然还是未知数。1979年3月30日，当时米勒还是美联储主席，财政部部长布鲁门萨尔向卡特总统提交了一份备忘录，催促他发起信贷控制。在财政部和CEA都要求实施更严厉的货币政策的情况下，卡特最终启用了信贷管制手段（引自施雷夫特，1990年，第30页）。在备忘录中，布鲁门萨尔写道：

> 美联储不愿进一步强化对银行体系的限制……让我们担心的是，如果继续拖延，会放任企业活动和客户消费继续攀升，

让本已很糟糕的价格形势更为严峻。

1969 年《信贷管制法案》规定，在您的授权下，美联储可以实施信贷控制，但您不能命令他们这么做，晓之以理或许是更好的办法。

沃尔克这边，也感觉有必要支持总统的提议。之前，他曾参加过政府内部，以及政府与国会之间关于修改预算的讨论（沃尔克、行天丰雄，1992 年，第 172 页；沃尔克，1994 年，第 147 页）。在相当程度上，卡特听从了沃尔克的建议，削减了计划中的赤字（沃尔克、行天丰雄，1992 年，第 171 页）。舒尔茨（哈格雷夫、莫利，1984 年，第 494 页）写道："尽管他们很不情愿，我们还是推动美联储启动了（信贷控制）……不过，沃尔克之所以接受这一提议，主要让他参与了（预算修改）过程，并得到了想要的结果。作为一个绅士，沃尔克也信守了他的承诺。"

除来自总统的指令，美联储自己其实也正在考虑控制信贷的问题。沃尔克（美国国会，1983 年 7 月 14 日，第 48 页）谈道："如果将其表述为银行自愿信贷限制，我们还是很欢迎的。"美联储考虑信贷控制的背景，部分源自货币主义者控制货币数量的建议。不过，沃尔克和 FOMC 大多数成员都不是货币主义者。美联储在 1979 年 10 月 6 日启动了信贷控制，并公布了实施控制的具体步骤。"我们对大银行的主动负债追加了 8% 的准备金要求……因为这些资金来源……为银行近来的过度信贷扩张提供了较大的支持"（沃尔克，1979 年 12 月，第 960 页）。当时银行业的主动负债包括 10 万美金以上的定期存款、欧洲美元借款、回购协议和向非会员机构借入的

联邦基金等，这部分负债不包括在 M1 或 M2 的统计口径内。

沃尔克向具有凯恩斯主义倾向的理事（帕蒂、提特斯和莱斯）抛出了一个观点，他认为新的操作程序会放大联邦基金利率的波动，有助于抑制投机。⑦此外，美联储理事会要求银行不得向投机目的发放贷款。“理事会特别强调，在资金受限的时期，银行应尽量避免向商品、黄金和外汇市场中的实质为投机的活动提供融资”（美国国会，1974 年 10 月 17 日，第 4 页）。沃尔克（沃尔克、行天丰雄，1992 年，第 172 页）后来写道，在 1980 年代初期，美联储曾考虑过实施更严厉的信贷控制。既然“我们自己在意识形态上都不纯粹”，当然很难拒绝政府信贷控制的提议了。1980 年 3 月 14 日，美联储正式出台了“特别信贷限制计划”。⑧

信贷控制导致经济下滑迅速恶化（施雷夫特，1990 年）。⑨沃尔克（2001 年，第 448 页）对此评论道：

> 前一天，我们实施了信贷管制，白宫就此大张旗鼓地宣传了一通，第二天，经济就开始崩溃……就是那一天，就是那一周，经济的反应极其剧烈。很快，就像我所预料的一样，管制所涉及的一些贷款，如汽车拖车或拖车住房，第二周的销售额降到了零。人们掰断信用卡，然后寄到白宫，并写上，“总统先生，我们是爱国的。”消费就这样崩溃了。

查尔斯·舒尔茨（哈格雷夫和莫利，1984 年，第 494 页）说：

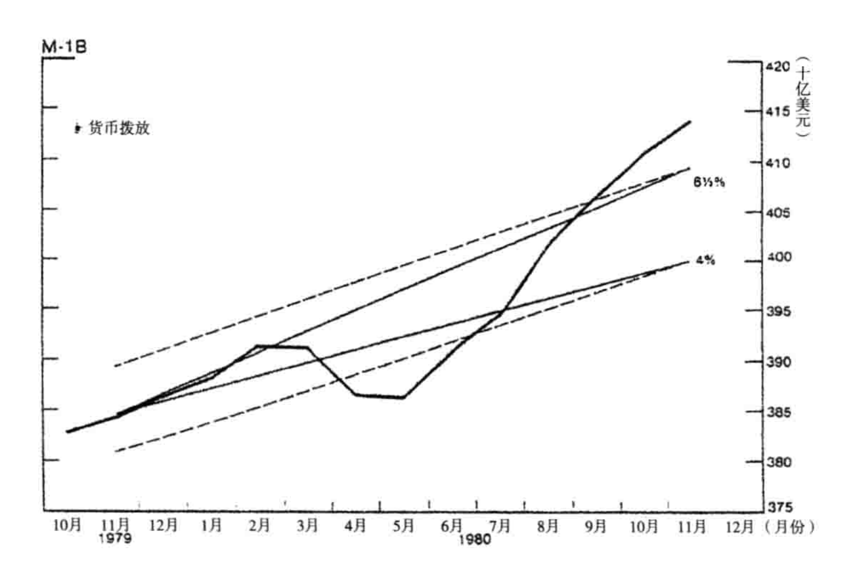
> 我们遭遇了史上最大的单季跌幅……人们对使用信贷满怀负疚……在总统发表完关于信贷的演讲之后，人们甚至连管制

的具体规定都没看……就直接停止使用信贷。商人们打电话过来抱怨，说所有的顾客都认为总统事实上宣布，消费信贷是非法的、不道德的、不爱国的行为。家电销售额也出现了短期的大幅下滑。信贷控制产生了难以置信的冲击。

经济活动猛烈收缩的同时，货币也遭了殃（参见图 13－1）。因为 FOMC 坚持货币控制的操作程序，利率开始急剧下跌。[10]随着经济转入萧条，美联储在 1980 年 7 月 3 日解除了信贷管控。接下来让人意外的是，经济出现了强劲的复苏。图 13－2 列出了美联储经济学家对 1980 年增长率的预测。

随着“特别信贷限制计划”的结束，经济转入复苏，在这种情况下，过低的联邦基金利率水平，开始无法阻止货币的加速增长。从 5 月到 8 月，M1 增速达到了 16.9%。仲夏时节，社会上依然存在经济衰退即将到来的共识。鉴于货币强势增长与这一预期不符，FOMC 一开始没有用大幅加息的方式来加以应对（莱文、米克，1981 年，第 35 页）。从 7 月一直到 10 月例会，FOMC 提高了 M1 的年内目标，对区间上下限都进行了上调。此外，美联储理事会在 9 月 26 日将贴现率提高了 1 个百分点，但到 11 月之前，没有再次上调，同时也没有大幅降低非借入准备金的目标水平。[11]

进入秋天以后，越来越清楚的是，春、夏期间的衰退只是信贷控制的短期影响所致，经济又重新步入了强劲增长的区间。有鉴于此，FOMC 启动了大幅加息的进程，在 11 月和 12 月，各上调了 3 个百分点，到 1981 年 1 月初时，达到了 20% 的最高水平。货币供应在 1980 年下半年开始加速，使货币增长在年底时超过了货币目标区间（参见图 13－1）。



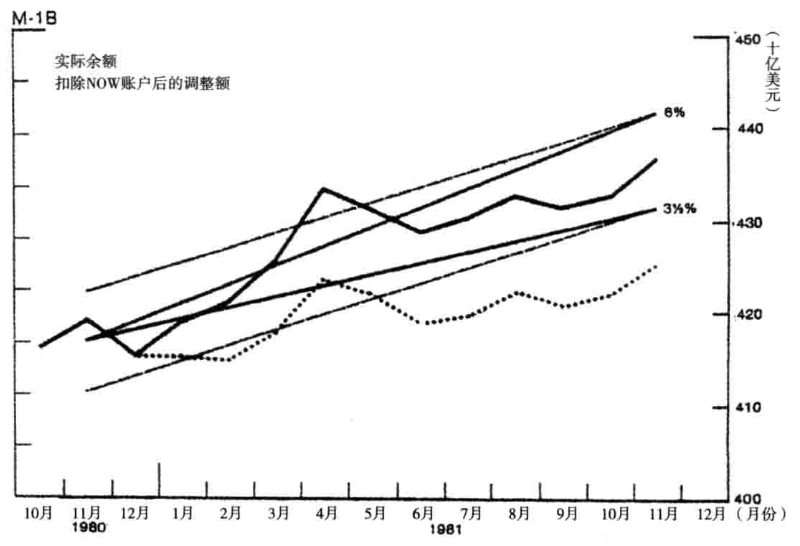


图 13－1　实际货币增长与目标区间

注：转引自 1980 年 12 月和 1981 年 12 月的蓝皮书。目标区间是美联储根据《汉弗莱·霍金斯法案》的要求，开始制定并公布的，为上图中的平行线和一组锥线。下图中，点状线为 M1 的移动平均值。

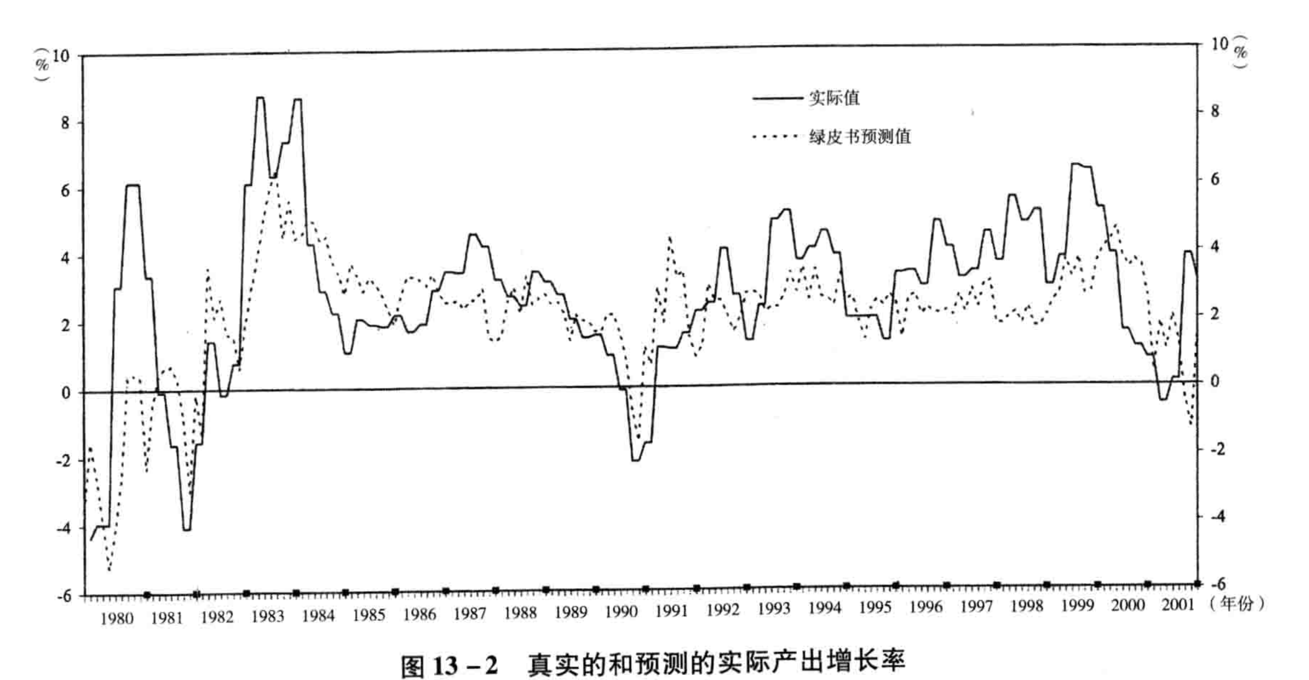


图 13－2　真实的和预测的实际产出增长率

注：观察数据时期与公开市场委员会例会对应。预测数据引自绿皮书，为两季度期实际产出增长率（1991 年 12 月前，为国民生产总值，之后使用国内生产总值）。如果例会时间在一个季度内的前两个月，预测对象为当季以及下一季；如果例会时间是一个季度的最后一个月，预测对象随后的两个季度。横轴上的■代表每年 12 月的例会。

正如当时债券收益率变动所显示的，在1980年结束时，FOMC在货币政策可信度方面，仍没有取得任何进展。民主党人坚信，美联储有支持共和党的倾向，会选择在11月大选前提高利率和贴现率。共和党人则认为美联储有支持民主党的偏向，不然怎么会在大选前放任货币供应飙涨（沃尔克、行天丰雄，1992年，第173页）。对于美联储而言，1980年是极其失败的一年。对此，沃尔克（2001年，第449页）说道：

> 经济暴涨暴跌。这时我们才算真正看清了8号球（译者注：20世纪八九十年代流行的一种玩具）……这真是糟糕透顶，因为已经浪费了差不多……8个月的时间。

梅林：所以，你最后花了3年而不是2年，才真正扭转了通胀预期。

沃尔克：没错。

后来，沃尔克（1994年，第148页）评论道："在恢复政策可信度，以对抗通胀的斗争中……这几乎就是被浪费掉了的一年。"

三 对抗通胀心理

经济复苏从1980年第3季度开始，并一直持续到1981年。1981年1季度的实际GNP增速达到了8.6%。而与此同时，各种价格指数上涨却反常的减慢，两种境况交织，让人们对通胀是否得到了控制充满疑惑。[12]考虑到这种不确定性，FOMC继续表现出坚定的反通胀立场。沃尔克（1981年8月，第617页）在国会听证会上说："明年一月的工会工资谈判极为关键，其确定的模式可能会延

续多年。所以，我们必须明确且有说服力地重申货币政策和财政政策的目标，及其对经济和通胀环境的影响。”

1981 年的货币政策极其紧缩，M1 增速大幅放缓（参见图 13－1）。[13]1977 年和 1978 年，M1 增速为 8.3%，1977 年和 1980 年，增速则分别为 7.5% 和 7.3%。到 1981 年时，M1 增长速度下跌到了 2.3%。始于 1980 年末的减速，使 M1 在 1981 年第 1 季度掉到了四季度期目标区间之下。

对此，FOMC 做出了政策反应，在 1981 年 3 月，将联邦基金利率降到了 14.7% 以下。M1 在 4 月开始出现明显增长，但仍然低于目标区间的下限。尽管如此，美联储在 5 月初就开始提高贴现率，而交易办公室则大幅调低了非借入准备金目标水平。这一系列的操作，具有典型的沃尔克风格——对通胀恐慌做出先发应对。债券收益率也因此从 3 月份的 12%，提高到了 5 月初的 14%。在 5 月的例会上，FOMC 抛开了政策制定中的一些自主性规则，直接将基金利率提高到了 20%。

在 1981 年 5 月的例会上，FOMC 再次强调其反通胀的决心（美联储理事会，政策行动记录，1981 年报，第 111 页）：“CPI 涨幅减缓不足以反映潜在通胀压力的缓解，真正的重点，是要让公众感受到通胀在关键时刻得到了有效的控制，这对扭转通胀和通胀预期至关重要。”针对提高利率（译者注：原文为降低利率，疑有误）可能导致的货币走弱，FOMC 制定了一个开放式指引，以容许 M1 增速在一定程度上的下滑（美联储理事会，政策行动记录，1981 年报，第 112 页）。[14]6 月和 7 月，基金利率为 19%，到 8 月时，仍保持在 18% 左右的水平。在 1981 年的大多数时间，M1 增长都低

于目标区间的下限。整个1981年中，FOMC决意向公众传达其反通胀的决心，对政策实施产生了重要的影响。1981年11月17日会议的政策行动记录（美联储理事会，政策活动记录1981年报，第138页）写道："短期利率下降会加剧通胀预期，打断债券收益率良性下降的进程。"

1982年2月，美联储货币政策的可信度又受到了一波通胀恐慌的挑战。1981年下半年，里根政府公布了平衡预算计划。在这一情况下，债券收益率在1981年11月末跌到13%以下，随即开始反弹，并在1982年2月初达到了14.75%的峰值。1982年2月例会时，FOMC将基金利率从1981年12月例会后的12.5%调高到了14.5%。

四　放弃1979年10月以来的操作规程

1982年初，货币政策的主要任务是平息通胀恐慌。不过，随着时间推移，通胀缓和的迹象开始趋于明显。沃尔克（1982年3月，第167~168页）在国会作证时说，"现在我们已经可以清楚地看到通胀的发展趋势……以及一些在长期内更具意义的潜在变化，在定价、工资谈判和生产力等方面，企业和劳工的态度正在改变……我相信，这些谈判模式很可能扩展到更大范围，名义工资和价格的'内生'增长率将因此降低。"

几乎同时，越来越多的迹象也表明，经济已进入一个衰退期（此次周期在1981年7月达到高点）。在这种环境下，FOMC维持政策可信度的压力稍减，转手开始对付经济疲弱。美联储新操作规程背后有一个重要前提，即通过实现货币目标来建立政策的可信

度。在通胀预期减弱，而且在 M1 与名义 GNP 之间的相关性下降的情况下，FOMC 对继续维持 M1 目标的合理性产生了怀疑（沃尔克，1982 年 7 月，第 406 ~ 407 页）。

对国际债务形势的担忧，成为了放弃 1979 年 10 月以来的操作规程的催化剂。1982 年，美元大幅升值以及利率水平持续居高不下，让许多新兴市场国家无力偿付外债。6 月份，FOMC 和墨西哥银行开始谈判，在现有的互换安排下，为墨西哥提供储备资金（美联储理事会，政策行动记录，1982 年报，第 120 页）。担心债务国违约威胁国际金融体系的稳定，成为当时美联储政策的一大顾虑（沃尔克，1982 年 12 月，第 747 页；1983 年 3 月，第 170 页）。

要缓解国际债务危机，需要美国降低利率水平。首先，因为大多发展中国家都是短期债务，低利率可减轻其利息负担；其次，这些债务都以美元计值，美国利率降低可以限制美元升值，有助于还款；再次，低利率可以刺激美国经济，有助于债务国的出口；最后，美国利率降低将迫使其他发达国家降息，从而刺激其经济并增加进口。“工业化国家持续复苏和扩张的环境，对解决国际债务危机至关重要”（沃尔克，1983 年 2 月，第 82 页）。

1982 年 7 月中旬时，FOMC 开始降低贴现率，并调高非借入准备金目标，以推动联邦基金利率下行。6 月底至 8 月底，联邦基金利率从 15% 左右降到了 9%。与此同时，M1 增长刚好在目标区间之内。1982 年 10 月 5 日的例会上，FOMC 正式放弃了 M1 目标。在 1982 年下半年，FOMC 调低联邦基金利率时，市场一致认为控制通胀所必需的利率水平已然降低，债券市场随之走强。1982 年，通货膨胀持续降低增强了美联储的可信度。1982 年 12 月，在一次贴现

率下调未能压低债券利率之后，美联储此轮降息操作也进入了尾声。

五 创造新的货币本位

1980 年中，因特别信贷限制计划（SCRP）和新操作规程的交替影响，FOMC 事实上执行了一次小规模的扩张 - 紧缩政策周期，当然，这样的政策模式已注定不会再现。其间的经历，坚定了沃尔克不以扩张性政策应对经济衰退的决心，[15]FOMC 也得以继续将重点放在树立政策可信度上。沃尔克对 FOMC（美联储理事会，会议纪要，1981 年 2 月 2 ~3 日，第 129 页）说："每个人都反对通货膨胀，但真要做点什么的时候……他就会说'其实嘛，和其他选择相比，通胀好像也没那么糟糕'……这就是过去一再发生的事情……每当我们遇到经济紧缩，就打起了退堂鼓。"

1982 年初，FOMC 的决心受到考验。尽管当时经济正在收缩，FOMC 还是调高了联邦基金利率。美联储将重点集中在实现 M1 目标，作为防止再次步入扩张 - 紧缩循环的试金石。舒尔茨理事（美联储理事会，会议纪要，1982 年 2 月 2 日，第 94、108 页）评论道："在我看来……可信度……至关重要……到目前为止，我们尚未扭转……通胀预期，因为所有人都认为，我们会对即将到来的政治压力做出让步。"

对于沃尔克而言（美国国会，1980 年 2 月 25 日，第 10、22 页），货币目标一个承诺机制，可以将 FOMC 的注意力限制在通货膨胀（而不是经济稳定）上："毫无疑问，如果没有货币、信贷的过度扩张，通货膨胀是不可能长期持续的。"货币目标是一个"自

动驾驶仪”，会在通胀环境下自动抬高利率。在国会讲话中，沃尔克（美国国会，1980 年 2 月 25 日，第 7 ~ 17 页）再次强调了，控制货币的承诺如何改变通胀预期，并降低通货膨胀的机制：

> 我们常常会更关注经济活动的短期疲弱……而忽视我们的行为对未来通货膨胀的影响……结果就是导致了现在的长期性通胀，而且更糟糕的是，越来越多的人相信，这个长期通胀的趋势还会延续。对更高物价水平的预期，会助长通胀的加速……现在，通胀预期可能再次上升……我们不能只是指责外汇市场、黄金市场或商品市场上的“投机者”，如果我们的政策让他们的悲观预期变成了现实……涨工资和保障生活费的要求、物价上涨的预期、飙升的黄金和商品价格、迅速贬值的债券市场——所有的这些都是通胀的征兆，并会对经济前景产生危害。但只要我们可以扭转通胀预期，上述这些情况并非无法避免。

在担任主席的头两年，沃尔克反复见证了，联邦基金利率下降，债券市场利率反而上扬的异常情况（参见图 13 - 3）。[16]这个现象表明，通胀预期会妨碍扩张政策的实际效果。直到 1982 年下半年，债券利率开始随联邦基金利率下调而走低，FOMC 总算真正通过了这个重大考验。接下来的一个挑战则出现在 1983 年春末，当时在联邦基金利率维持不变的情况下，债券利率开始上升。有鉴于此，尽管通胀还在下降，FOMC 还是决定调高利率。

从这次加息决策起，沃尔克为货币体系树立起了新的“名义锚”。这个锚，不是货币主义者建议的货币供给目标，而是稳定且低水平的通货膨胀预期。后来，沃尔克（美国国会，1987 年 7 月

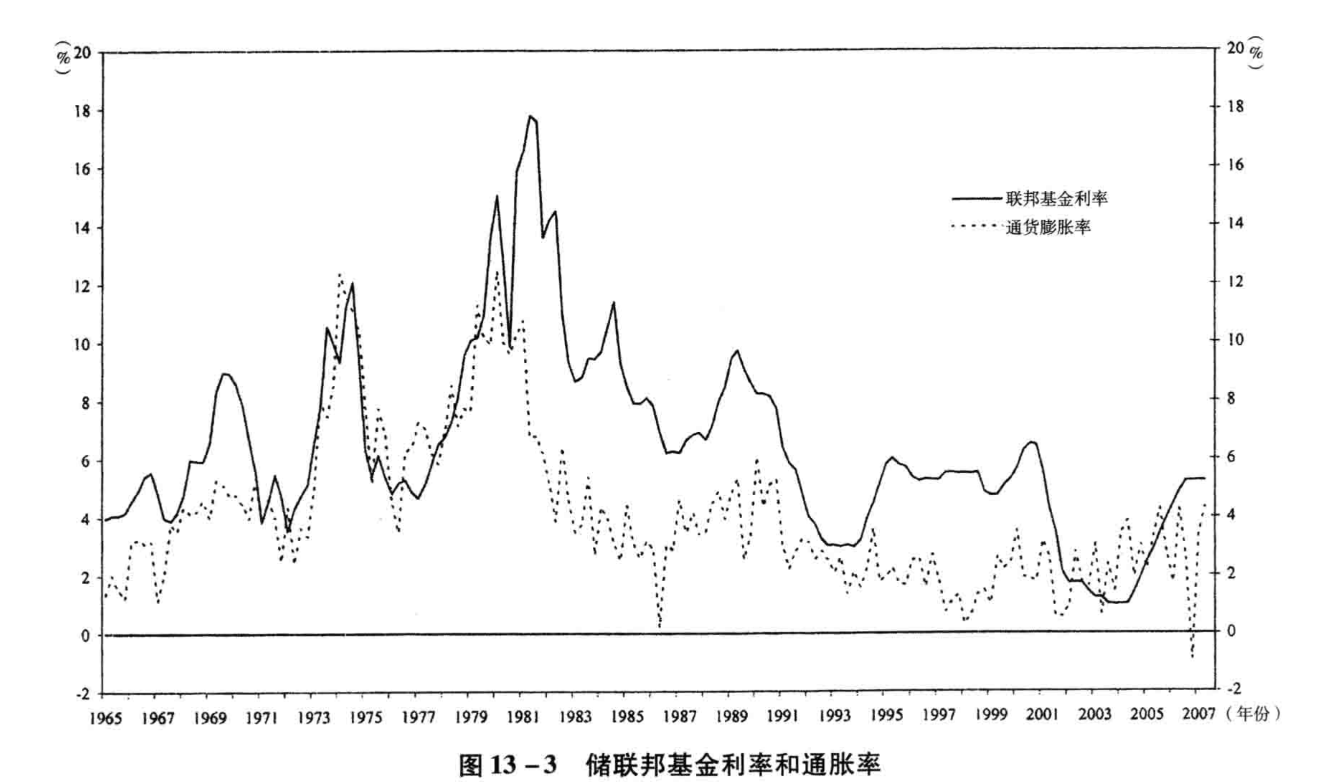


图 13－3　储联邦基金利率和通胀率

注：季度数据，通胀率数据为个人消费支出平减指数变动率。

21日，第97页）从预期角度对美联储的政策目标做出了界定："不论（通胀的）具体数字是多少，都不应让人们为通胀绸缪。"格林斯潘也有类似基于预期的定义（第15章，第4节）。上述这种界定包含了一个重要的假设，即货币政策可以引导预期环境，并对价格制定者产生影响。所以，尽管沃尔克和格林斯潘都没有明确承认，系统性货币政策与公众通胀预期之间存在"理性预期"断言的关联，但在实践中，他们的政策制定遵循了这一观念。不过，由于FOMC从未公开宣布通胀目标，并在实践中确保其实现，可信度的建立因此也变成一个漫长的过程。[17]

理性预期假说认为，公众会适应系统性货币政策，并以此为基础形成通胀预期（萨金特，1982年）。在货币政策发生重大变革的时期，这个假说是否成立是可以得到检验的，不过，沃尔克反通胀的政策，还算不上是对以往模式重大的改变。1980年是引入操作规程的第一年，在这年中，FOMC仍然延续了扩张－收缩交替的货币政策模式。据葛拉姆莱理事（格雷德，1987年，第219页）的回忆，1980年，公众对美联储能否控制通胀充满了怀疑："多年来，对美联储反通胀的豪言壮语，公众已经听过太多。美联储一直都在和通胀斗争，但一无所获。他们早就不信这些鬼话了。"

在1979年时，没人知道，如果反通胀的成本太高，政府还会不会支持美联储独立行事。如果得不到总统支持，至少对其保持沉默，沃尔克的政策就只能停留在纸上。格雷德（1987年，第185～187页）把美联储反通胀声明与卡特政府提出信贷控制时的声明进行了比较：

> 3 月 14 日，随事态戏剧性的发展，吉米·卡特向全国宣布，正启动紧急措施……几天内，消费支出急剧下跌……而在10 月 6 日，沃尔克在宣布主要政策时，通篇用的都是晦涩术语。毫无疑问，金融业以外的广大民众都不知道他要讲什么。领会不到要点，公众……就不会改变……行为……到宣布信贷控制计划时，通稿语言扼要、通俗……这次政府说得很清楚，于是公众做出了合理的反应。

六 阐明货币本位

迄今为止，对沃尔克和格林斯潘时代所建立起的货币本位，美联储仍未明确阐述。事实上，在民主政治中，对怎样履行国会赋予的建立货币本位的职责，美联储有义务进行说明。应该怎么做呢?从沃尔克起，美联储主席们就承担起了反通胀的责任。但在任内，他们从不用实际通货膨胀表现来解释货币政策的制定。要说明货币本位，美联储需要用通俗的经济学语言，对货币政策如何决定通胀走向做出解释。而用经济学语言解释通胀，又要求美联储愿意就经济模型中的抽象理论，以及政策操作与理论是否一致等问题，展开广泛的讨论。

结合理论与政策，必须解释为何在沃尔克的反通胀政策之后，名义和实际的稳定性都有所提高。要知道，上述现象推翻了凯恩斯主义的主流观点，并使经济学家开始接受三个抽象的假说，而这三个假说，每一个与凯恩斯主义对现实的描述都存有冲突。首先，价格水平是一个货币现象。中央银行通过控制名义变量（基础货币），

决定了通货膨胀趋势；其次，价格体系通过实际利率的适度变化发挥作用，从而将产出维持在潜在水平（无须货币冲击来产生未预期的物价变化）。最后，预期是理性的，公众会根据系统性货币政策来形成通胀预期。上面这些假说概括起来，可以看到，一个具有可信度的中央银行，通过改变价格制定者的前瞻预期（而不是定期借助于高失业率），有能力实现价格的稳定。

当然，理性预期假说一直广受争议。[18]之所以在这里强调，主要依据在于，尽管美联储没有说明其系统性货币政策，但公众根据其行为变化，调整形成了理性的通胀预期。20 世纪货币史的主线，是货币体系失去了由商品本位提供的名义锚，在此之后，人们反复尝试用纸币本位进行替代。这些尝试时断时续，很多时候还导致了灾难性的后果。在最开始，美联储拒绝承担治理通胀的职责，后来也没有明确阐述通胀变化与货币政策制定之间的关系，所有这些，让公众对货币政策的理解变得异常困难。但即便如此，公众还是根据其对美联储行为的观察，最终形成了与货币政策相适应的预期。

1983 年，美联储用债券利率作为通胀预期的代理变量，并将其作为新的货币政策中介目标，取代了之前的货币增速指标。但沃尔克从未就这些政策规程的变化做出过解释。[19]格林斯潘，通过持续引导预期环境，最终在沃尔克的基础上，建成了真正意义的新货币本位。不过，沃尔克和格林斯潘都处理了一连串的危机，因此，也更习惯从危机处理的角度来阐释货币政策。至于如何阐明由他们创建的货币本位，只好留给继任者完成了。

附录：1979 年 10 月 6 日引入的操作程序

本附录主要介绍美联储在 1979 年 10 月 6 日引入的操作规程（参见赫泽尔，1982 年；林德赛，2003 年；林德赛、欧菲尼德斯、拉斯彻，2005 年；第三章，附录，“借入准备金操作程序”）。在美联储设有非借入准备金目标的情况下，准备金供给曲线（R_s）在目标值之下转为垂直（参见图 13－4）。超过美联储要求以上的准备

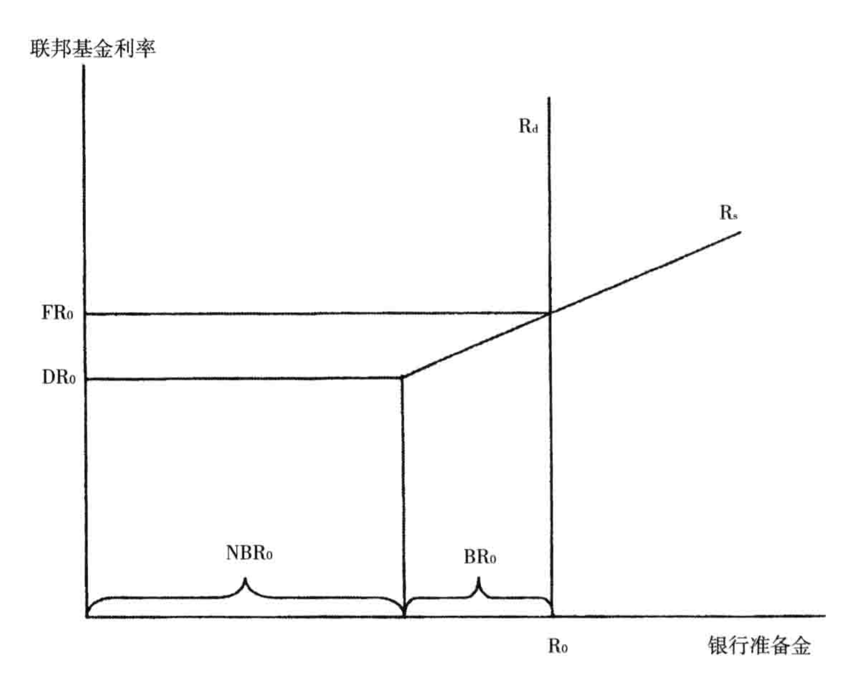


图 13－4　银行准备金市场

注：R 代表银行准备金。R_d是银行系统的准备金需求曲线，R_s准备金供应曲线。FR 是联邦基金利率。DR 为贴现率。NBR 和 BR 分别代表非借入准备金的和借入准备金。0_s表示特定数值。

金，银行可以通过贴现窗口来获取。除支付利息外，贴现窗口借款还需要支付一定的附加成本，与借款规模相关。所以，借入准备金的边际成本要大于贴现率。通过套利交易，联邦基金利率也会升到贴现率之上。准备金供给曲线斜率为正，表示借入准备金与联邦基金利率和贴现率差额存在正相关。图 13－5 列出了借入准备金与联邦基金利率和贴现率差额之间的实证关系。

在滞后准备金计算方法下，准备金需求曲线（R_d）是垂直的。法定准备金要求是提前决定的，取决于银行过去两周（而非本周）的存款量。同样道理，合意的超额准备金规模也不受利率影响。准备金供给曲线和需求曲线的交叉，决定了联邦基金利率水平。

接下来，考虑美联储降低非借入准备金要求的影响。在确定的会计区间，假定准备金需求量不变，银行从贴现窗口的借款数量应等于非借入准备金减少的规模。其结果，导致利率对借入准备金的边际影响有所提高。在图 13－6 中，R_s向左位移到R'_s，和维持不变的 R_d相交与更高的利率水平。贴现率上升会导致准备金供应曲线相似的变化，同样会推动联邦基金利率上涨（R'_s向左位移至 R''_s）。图 13－7 表明了，在美联储执行非借入准备金目标期间，联邦基金利率与贴现率之间的关联。

滞后准备金计算方法，使非借入准备金需求曲线缺乏利率弹性（垂直的），让美联储无法对非借入准备金总量设定目标。这是因为，在缺乏利率弹性的情况下，设定储备金总量操作目标，会让货币政策面临一个刀锋似的困境。非借入准备金过剩，会使联邦基金利率下跌至零，而准备金短缺则可能让利率一飞冲天，以致银行宁愿选择赖账。

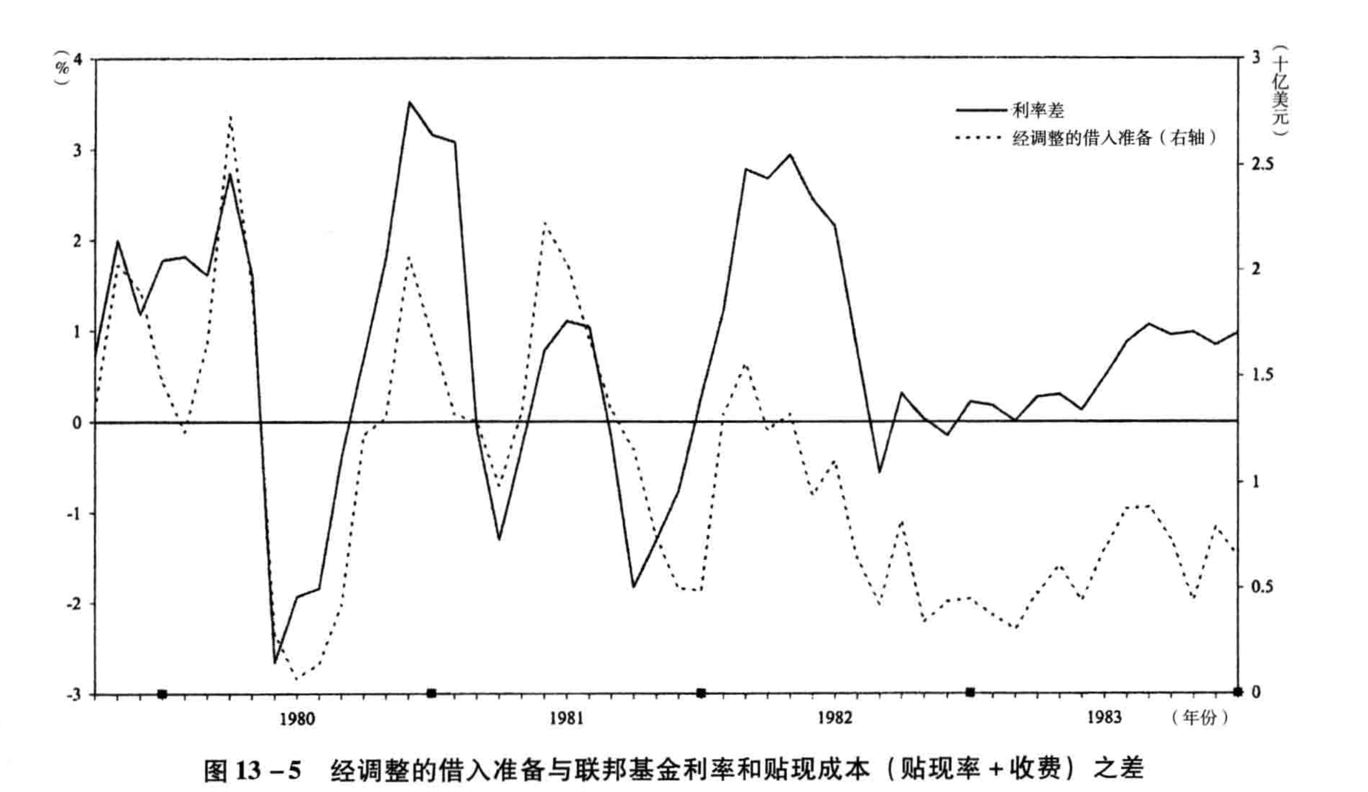
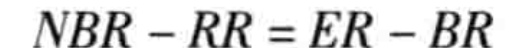


图 13－5 经调整的借入准备与联邦基金利率和贴现成本（贴现率＋收费）之差

注：横轴上的深色刻度代表每年的 12 月。

1979 年 10 月 6 日引入的操作规程，从 FOMC 设定 M1 年内增长目标开始。以这个目标为基础，美联储经济学家进一步推算出休会期间（两次例会之间）准备金总量的平均水平。此外，FOMC 也为借入准备金设定了一个初始目标。这样一来，根据准备金总量和借入准备金目标之间的差额，可以确定非借入准备金的目标水平，即下式：



$$NBR - RR = ER - BR$$

图 13-6　非借入准备金要求降低与贴现率上升

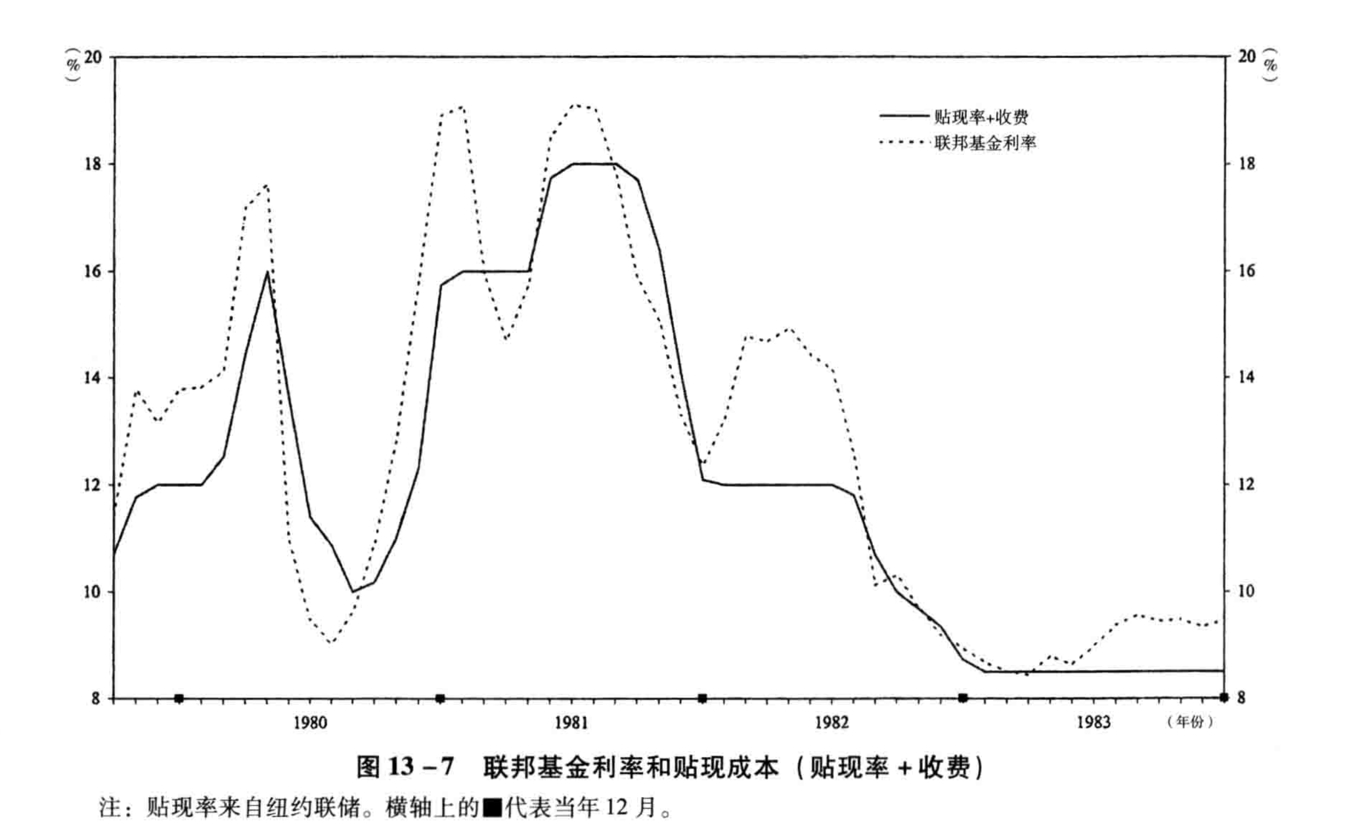


图 13－7　联邦基金利率和贴现成本（贴现率＋收费）

注：贴现率来自纽约联储。横轴上的■代表当年 12 月。

其中，*NBR* 是非借入准备金，*RR* 是法定准备金，*ER* 是超额准备金，*BR* 是借入准备金（移动等式两边的负号项，左边变为非借入准备加借入准备金，右边变为法定准备金加超额准备金，二者恒等）。由于滞后准备金计算方法，法定准备金要求总是针对特定的某个星期。给定超额准备金规模，非借入准备金目标能够决定借入准备金目标水平。也正因为此，交易办公室可以交替使用非借入准备金和借入准备金作为操作目标。

在休会期间，美联储经济学家会定期对 M1 进行预测，并根据预测结果，来建议总准备金目标水平。交易办公室则从调整后的预测值中，扣除非借入准备金目标，最后得到借入准备金目标值。作为盯住非借入准备金的结果，货币增长偏离目标路径，将通过总准备金的变动，引发借入准备金的变化。而反过来，借入准备金的变化，会引起联邦基金利率调整，缩小货币增长对目标偏离的程度。

当货币增长偏离目标时，FOMC 相机做出政策调整。既可能是在 FOMC 例会上提高或降低初始借入准备金目标，从而降低或提高非借入准备金的目标水平；也可以在休会期间，调整非借入准备金目标。此外，美联储理事会还可以调整贴现率。

尽管 FOMC 从未将货币主义作为其政策特征，但外界很多评论仍将新规程看成一次货币主义试验。此外，这些评论者还认为，正是货币控制导致了利率在这一时期内的剧烈波动。例如，诺德豪斯（1982 年）曾写道：

> （新经济政策的）第一步，应该是停止过去两年中灾难性的货币主义试验。应该让美联储停止其机械实现货币目标的行

> 为，真正着眼于通胀和失业来制定货币政策……1979 年 10 月开始启用的这种方法，即强调银行准备金而不是合理的利率水平，把利率和货币供应都带入了更大的波动之中。

不过，与标准的“货币主义的”货币控制程序相比（伯格，1971 年），1979 年 10 月引入的操作规程，是通过对联邦基金利率的间接调控（而非对准备金总量的控制）来进行传导的。因为在滞后准备金计算方法和非借入准备金目标的情况下，美联储不可能依靠所谓的“准备金 - 货币”乘数关系来实现对货币数量的直接控制。FOMC 曾探讨过采用当期准备金算法，但后来放弃了这一想法，可能是不愿丢掉调控利率的能力。此外，从对货币目标的偏离，以及非借入准备金水平中，无法推测出确定的利率变动轨迹。事实上，正如库克（1989 年，第 15 页）总结的，“从 1979 年 10 月至 1982 年 10 月间，联邦基金利率的波动，在很大程度上取决于人们的主观判断和决策”。不过，美联储经济学家也指出，有些利率变动是由贴现率调整引起的，这在一定程度上，可能夸大了控制 M1 的操作规程对联邦基金利率波动的影响。

第十四章　大通缩之后的货币政策

沃尔克是一个危机管理者，其眼下的目标，是阻止因通胀预期永久性提高而导致的物价飙升。1979 年 10 月 9 日，沃尔克（引自林德赛、欧菲尼德斯和拉斯彻，2005 年，第 205 页）对美国银行家协会谈道：“当前的挑战，是要避免公众把目前的通胀水平纳入对未来的预期，进而影响对工资、价格决策。”然而，要重树人们对低通胀的信心，是件漫长而艰巨的任务。债券市场对通胀预期的反应最为敏锐，在经济复苏阶段，一旦实际增长超过趋势值，债券利率就会上升。

在就任美联储主席后的首次例会上，沃尔克（美联储理事会，会议纪要，1979 年 8 月 14 日，第 21 页，引自古德福里恩德和金，2005 年，第 27 页）阐明了失去可信度的后果：“一个不可捉摸的事情让我印象深刻：通胀心理的实际改变究竟如何？……这个问题之所以重要，是因为它（通胀心理）确实会……抵消我们的政策……如果公众认为货币政策放松将引发通货膨胀……那他们对此所做出的反应，不会让刺激政策发挥预想的效果，而只会引起物价

的提高。”出于对市场预期的高度敏感，公开市场委员会（FOMC）选择在增长缺口转正时就启动加息，而不是等到产出缺口接近零时才采取行动。面对债市义勇军（译者注：Bond Market Vigilantes，指通过抛售国债来对抗扩张性政策的投资者群体）的压力，FOMC开始尝试建立新的货币本位，以稳定的通胀预期作为名义锚。

通过设立货币目标，美联储对降低通胀做出了承诺。但到1981年后，实践证明，在调控联邦基金利率以控制总需求的政策操作中，货币数量指标有严重缺陷。有鉴于此，沃尔克转而用加息来应对债券利率上升，以此作为新的反通胀承诺方式。这一承诺的要点是，在经济复苏之初就提高联邦基金利率。早在纽约联储主席时，沃尔克（美联储理事会，会议纪要，1979年4月17日，第21页，引自古德福里恩德、金，2005年，第16页）就曾预见到，经济复苏会如何考验FOMC将稳定预期作为政策重点的决心：“摆脱经济衰退的困难之处……在于其传达了一个错觉，即我们的主要敌人不是通货膨胀。”

一　预期通货膨胀/增长差距目标

1981后，FOMC稳步降低了通货膨胀率（核心PCE，即扣除食品和能源的个人消费支出平减指数），1985年时，该指数已降到3.75%（参见图14-1）。1981年和1982年上半年，短期和长期的实际利率平均都在7%左右（参见图14-2）。在战后时期，只有1970年经济衰退刚开始时的实际利率（5%），曾达到如此高的水平（参见图8-3）。[①]尽管出现了通货紧缩且实际利率高企，但仍然较高的名义债券收益率表明，美联储反通胀政策的可信度依然有限（参见图14-3）。

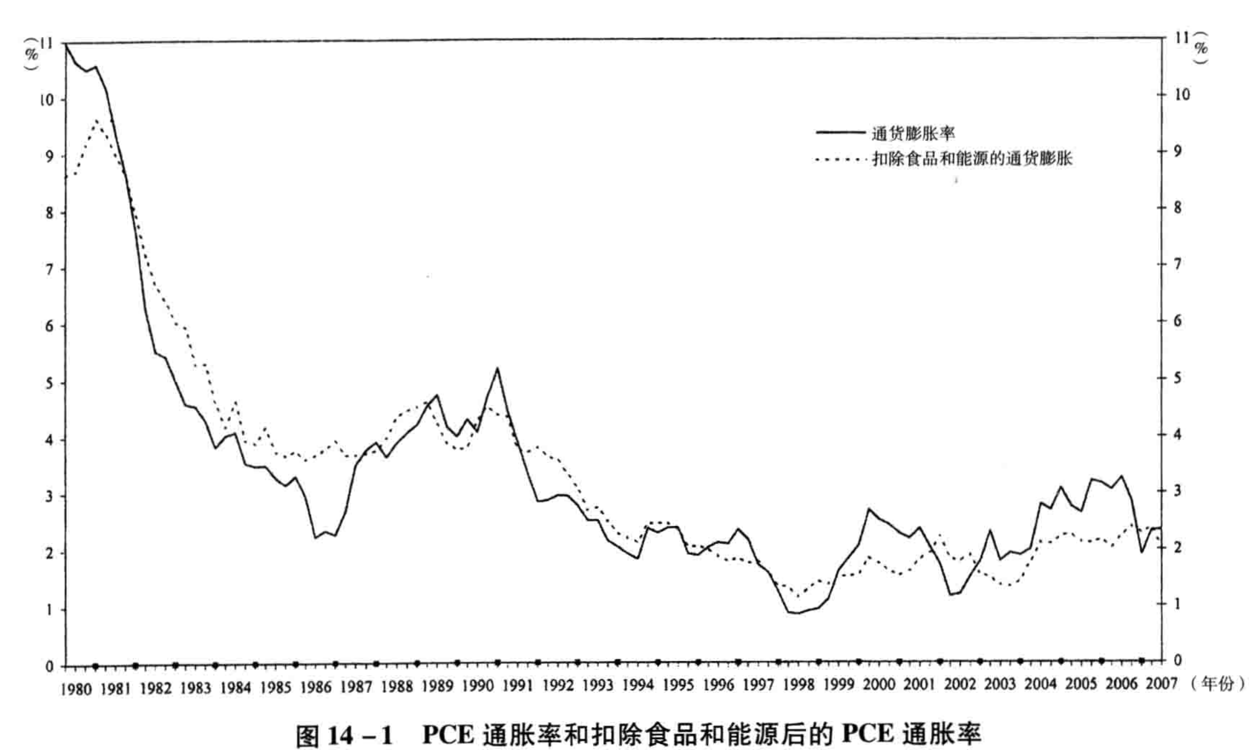


图 14－1　PCE 通胀率和扣除食品和能源后的 PCE 通胀率

注：季度数据，PCE 指数和扣除食品、能源后的 PCE 指数的年增长率。横轴上的■代表每年的第四季度。

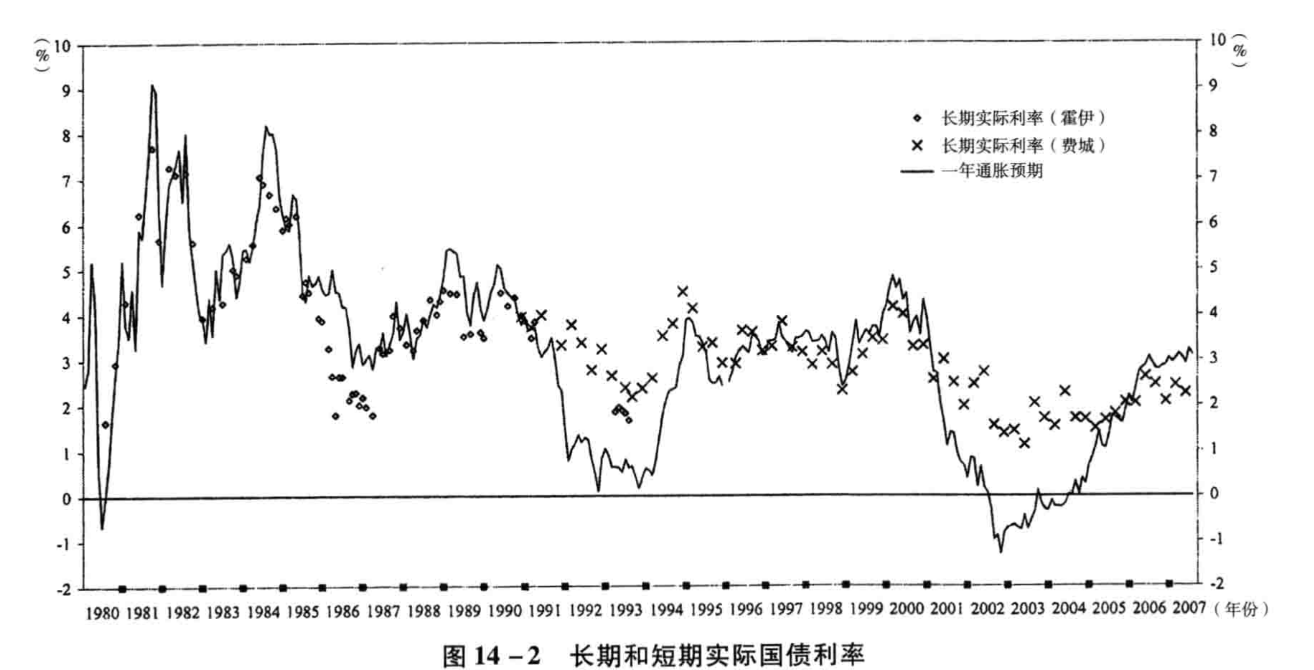


图 14－2　长期和短期实际国债利率

注：长期（霍伊）实际利率是十年期国债收益率减去十年期通胀预期，通胀预期数据来自理查德·霍伊在20世纪80年代主持的“决策者投票”。从1991年10月开始，长期实际利率（费城）是十年期固定期限美国国债收益率减去十年通胀预期，预期数据来自对专业预测者的调查，该调查由费城储备银行主持（之前由美国统计协会和国家经济研究局主持）。1年期实际利率，是将1年期国债收益率减去全球经济洞察中公布1年期通胀预期。参见第四章附件：“各种实际利率估算。”横轴的■代表每年最后一次观察结果。

经历了 1982 年 11 月的商业周期波谷后，30 年期债券利率开始上升，从 1982 年 11 月的 10.5% 爬升至 1984 年 5 月的 13.4%，只略低于 1982 年 1 月 14.2% 的峰值（参见图 14-3）。沃尔克（1983 年 2 月，第 97、100 页）强调了高债券利率与通胀的联系，并认为这是政策缺乏可信度的证据：

> 在经济周期的扩张阶段，通货膨胀容易趋向恶化。但这并非不可避免……我们可以实施更严格的政策……我们……必须认识到，反通胀的斗争远未成功——对我们稳定物价能力的怀疑，依旧显而易见。这就是为什么，长期利率会在远超当前通胀的水平上徘徊。鉴于过去那么多不成功的先例，这种怀疑情绪会一致存在，直到我们可以证明……美联储不打算在经济复苏的同时容忍一次新的通货膨胀飙升。

1982 年秋，美联储放弃了非借入准备金规程，并在 1983 年，开始采用预期通胀/增长缺口规则。在后一种规则下，当作为通胀预期代理变量的债券利率上升时，FOMC 将提高联邦基金利率。对债券市场的敏感，也大大缩短了 FOMC 的决策时滞，利率调整对产出增长变化的反应变得更加迅速。一旦增长缺口转正，就立即开始提高联邦基金利率。在 1983 年 3 月到 8 月的几次例会中，上述变化表现得异常明显，在此期间，FOMC 将利率从 8.5% 提高到了 9.5%（参见图 14-3）。[②]这轮加息发生在经济复苏初期，1983 年 3 月的失业率尚处在 10.3% 的高位。FOMC 之所以如此决策，主要还是鉴于债券利率从 3 月中旬的 10.5% 上升到了 8 月底 12%，表明通胀预期已开始形成。

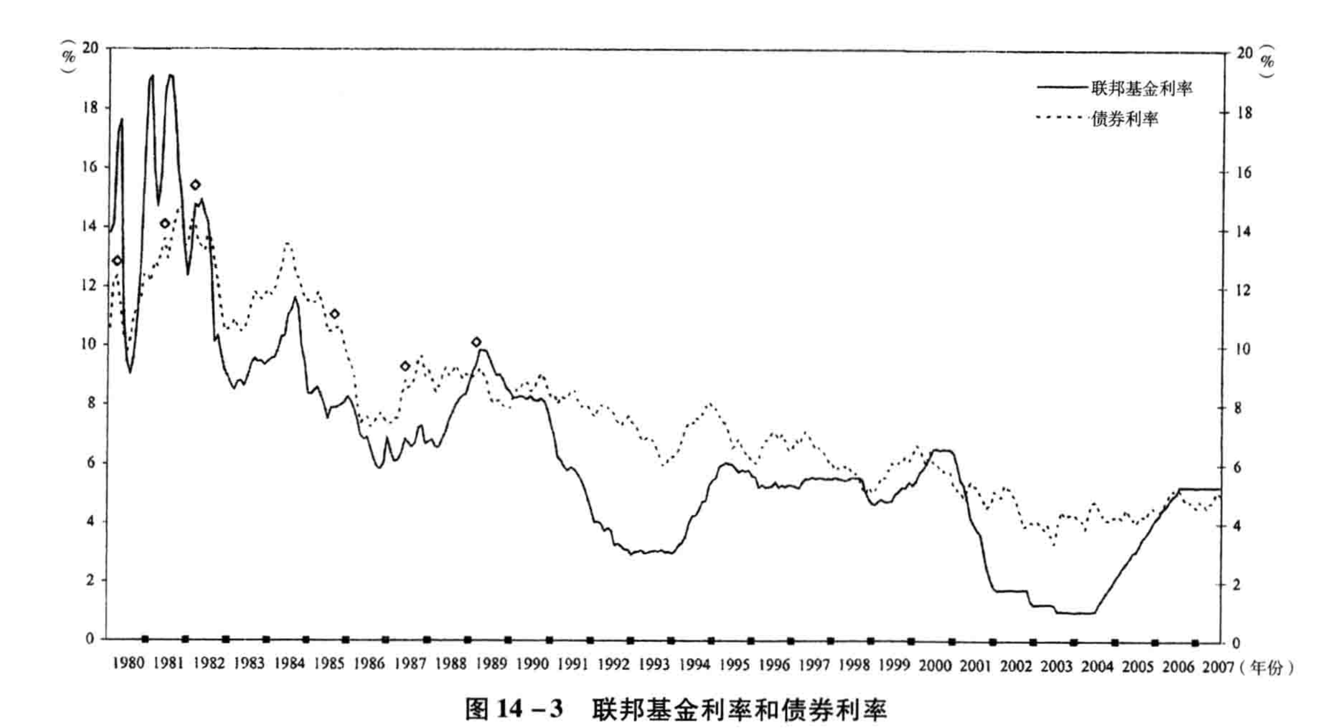


图 14－3　联邦基金利率和债券利率

注：月度数据。2000 年前，债券利率指 30 年期国债利率，之后是 10 年期国债利率数据。途中的菱形标记代表的是下述日期：1980 年 3 月、1981 年 5 月、1982 年 2 月、1987 年 5 月、1989 年 2 月。横轴上的■代表每年 12 月的例会。

在1983年5月的例会上，FOMC会必须做出一个痛苦的选择，究竟是支持立竿见影的总需求管理政策，还是继续稳定通胀预期，等待尚未可知的好处。[③]明尼苏达储备银行主席，克里根（美联储理事会，会议纪要，1983年5月24日，第27页），在提及促使美联储从1982年中期开始调低利率的国际压力时谈道：

> 从国际角度看，情况是一边倒，更低的利率和汇率显然对我们更好……债券收益率在过去两周内已上升了50个基点，如果政策真的再紧缩一点，会对其产生怎样的影响？……此外，如果我们什么都不做，债券收益率又会如何？……这是个价值64美元的问题（译者注：指很难回答的重大问题）。

接下来这段对话（美联储理事会，会议纪要，1983年5月24日，第35~38页），反映了当时FOMC内部针对是否需要启用新“罗盘”所展开的激烈争论：

> 所罗门（纽约联储主席）：我们会被认为是在挑战所有政府（也包括我们自己的政府）在推动全球经济复苏方面的共识，因为人们判断通胀问题在很大程度上已得到解决。
>
> 沃里奇理事：说我们因为经济强劲而想收紧政策，此外又说我们想压低期利率，这两种说法之间肯定存在某些不一致。
>
> 鲍尔斯（旧金山储备银行主席）：对未来通胀的预期对长期利率有极其重要的影响。
>
> 所罗门：看起来就像我们正试着去破坏经济复苏……对此

人们恐怕难以理解。

罗伯特（圣路易斯储备银行主席）：紧缩政策会得到正面解读……如果这个假设成立，我们更可能会压低（而不是提高）长期利率。

蒂特斯理事：我还从没未见过只有短期利率上涨，而长期利率不上涨的情况……如果我们真想降低长期利率……就应该降低（而不是提高）联邦基金利率。

只要通胀水平还维持在历史高位，FOMC 就一直团结在沃尔克左右。但在面对通货膨胀开始下降，而失业率仍高于 10% 的情况时，FOMC 内部出现了分歧，虽然表决通过了进一步紧缩的决议，但有四位成员投了反对票。

沃尔克并不认为存在据以调控联邦基金利率的规则，但他在言辞中始终如一地强调，政府官员的行为应遵从某种纪律，并认为，唯有如此，才能最终消除通胀预期。[④]而对纪律遵从的考验，往往会出现在经济复苏开始的时候。为恢复预期的稳定，FOMC 必须让公众信服，通货膨胀不会随经济复苏而再次来临。沃尔克（1983 年 12 月 28 日，第 4、5、7、9、11、12 页）在一次演讲中谈道：[⑤]

持续经年的通胀……留下了深深的伤痕……当经济开始增长时……公众会更担心通货膨胀上升……渐进式的反通胀政策……通常在经济增长的第二年才开始行动，并不断加码，直到产生又一次的经济衰退……我们真正需要的，是向公众传递一种信念……在一段时间里，名义国民生产总值以及货币、信用的增速，都必须降低……我们的决策……和公众的预期，都

应紧紧围绕这个大的目标和战略方向——我忍不住要称之为“基本原则”。

1984年春，债券收益率又出现一轮飞涨，对FOMC控制通胀预期的决心提出了考验。3月中旬，债券收益率为12.5%，到5月底时，涨到了14%左右。为应对通胀恐慌，FOMC在1984年3月的例会上，将联邦基金利率从1月例会的9.375%，提高到10.25%。到8月例会时，进一步将联邦基金利率抬高到11.625%。高悬的利率，给金融市场造成了极大的流动性压力，也严峻地考验了FOMC的政策决心。1984年5月，大陆伊利诺伊银行在遭到存款挤兑后向贴现窗口求援。到8月时，其借款额度达到了75亿美元。⑥

除金融市场形势日趋恶化外，主要经济数据也在要求货币政策上的放松。1984年第1季度，失业率为8%，同时，通货膨胀率持续下降。尽管产出缺口已经转负，而且绿皮书预计实际增长率和通货膨胀率都将下降，FOMC还是在债券收益率达到峰值后（1984年6月）等了足足3个多月，才在10月例会上决定调低利率。美联储研究部主管史蒂夫·亚历克洛德（美联储理事会，会议纪要，1984年11月7日，第4页）提道：“根据一项民意调查，去年冬天以来，长期通胀预期大概提高了1到1.25个百分点。”到1986年7月，30年期债券收益率大幅下降到了7.25%的水平，意味着新货币本位终于取得了成功。在1980年代剩下的时间里，面对失业率稳步下降和经济的持续扩张，政府逐渐接受并认可了新货币本位“先发调整”的特点，即在通货膨胀率没有上升的情况下，就抢先

提高联邦基金利率。[7]

美联储的坚持在1985年终于得到了回报，通货膨胀趋势降到了4%左右（参见图14－1）。1984年，通过大幅提高联邦基金利率，美联储成功阻止并降低了强劲经济复苏所带来的通胀预期，同时还不影响复苏进程。到1985年底时，联邦基金利率较1984年8月的峰值回调了4个百分点。不过，也要看到的是，在光鲜的成就之下，一场完美风暴正在形成。

整个经济中，困扰中央银行家的“经济失衡”看起来无处不在。几乎在每次演讲中，沃尔克都在呼吁政府削减赤字，美元升值和巨额的经常账户赤字，使中西部地区变成了“铁锈地带”（译者注：Rust Belt，指重工业衰退地区，指美国中西部和东北部工业衰退地区），而路易斯安那和得克萨斯的经济则饱受低油价的困扰，来自贸易保护主义方面的压力也在不断增长，发展中国家的债务危机还在继续，美国以外的主要经济体，复苏进程依然步履蹒跚。美联储调低了贴现率，想迫使德国和日本的中央银行降息。例如，美联储在1986年7月10日的公告中指出：“此次贴现率下调，即便不立竿见影，但也会在不久之后推动其他国家放松货币政策”（美联储理事会，政策行动记录，1986年年报，第82页）。

1986年，美联储持续下调联邦基金利率，导致实际利率一路走低，到1987年初已下降至3%（参见图8－3），而长期实际利率下跌幅度则更大（参见图14－2）。与之相应，名义总需求在1983到1987年期间持续高速增长，使低于4%的通胀率变得难以维持。图14－4列出了经流通速度调整的M2增速，作为名义总需求增长的反映（参见附录，“经流通速度调整的M2增速”）。1963年至1978

年间，名义总需求的增长趋势在开始是上升，但到后期有所下降。但在1983年至1987年间，总需求增长趋势一直都维持在7%以上。[8]尽管在经济强劲复苏的阶段，物价上涨还算温和，但到1988年时，通货膨胀终于死灰复燃（参见图14－1）。

二　通往《卢浮宫协议》

为应对国内失衡所产生的政治分歧，沃尔克（沃尔克、行天丰雄，1992年，第8章）构想了一个庞大的解决思路，来推动各国的政策协调。前文曾提到的诸多失衡，主要根源于1973年油价上涨，以及由此产生的欧佩克国家巨额的经常账户盈余。欧佩克国家将石油收入存放到跨国银行，这些银行则把这些钱投向那些进口石油的次发达国家。在当时，拉美各国民族主义泛滥，限制外国直接投资进入，导致短期借贷大行其道，以美元计价的短期银行债务迅速膨胀。在1970年代，在实际利率偏低的环境下，发展中国家还能够承受这些债务负担。但到1979年后，随着实际利率地不断上升，债务负担开始加重，一些发展中国家陷入无力偿付的困境。而与其同时，贸易保护主义盛行，也对发展中国家的出口形成了障碍，限制了其筹措偿付债务所需外汇的能力。到1982年夏，沃尔克开始担心大型主权债务国违约会对国际银行业产生巨大的冲击（美联储理事会，会议纪要，1982年8月24日，第18页）。

和其他国家相比，美国从1981～1982年的衰退中复苏的进程要快得多。而此时，大多数其他OECD国家还在紧缩货币以控制通胀，而发展中国家则在限制总需求，以恢复国际收支平衡。在经济复苏的同时，里根政府调低了资本利得税，使得美国成为新的投资

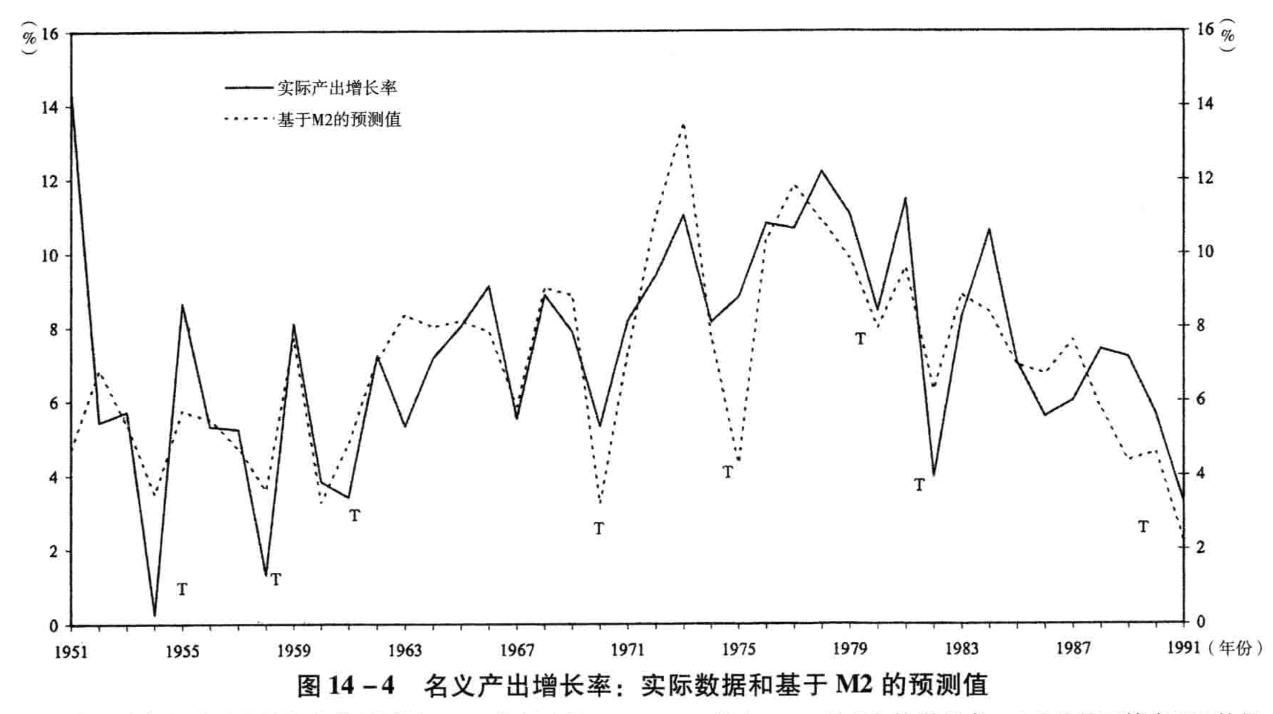


图 14－4　名义产出增长率：实际数据和基于 M2 的预测值

注：对名义总需求增长率的预测基于 M2 指标变量 $\Delta m + \Delta v^{P}$，其中，Δm 是 M2 的增长率，Δv^{P} 是基于持有 M2 的机会成本（$1.6\Delta(R_t - RM2_t)$）变动，而预测的 M2 增长率，R 是 6 个月期商业票据利率，RM2 是 M2 的收益率（构成 M2 的各种资产，收益的加权平均），系数 1.6 是有 M2 的机会成本对 M2 流通速度的弹性系数。参见附件："经速度调整的 M2 增长率。"Ts 表示经济周期的波谷：1954 年、1958 年、1961 年、1970 年、1975 年、1980 年、1982 年和 1991 年。

热土。所有这些因素，推动了美国经常账户赤字规模不断扩大。[10]

经常账户赤字扩大，使国内贸易保护主义的压力不断增大，这给发展中国家对美国出口的能力形成了威胁，进而也影响了他们清偿外债的能力。如果这些国家出现群体性违约，将把很多大型跨国银行推到破产的境地。[11]1985 年，沃尔克表达了希望其他发达国家出台更多刺激政策的想法。沃尔克（美国国会，1985 年 7 月 17 日，第 26 页）说道：

> 世界上很多国家，都依赖美国不断增长的需求来支持其经济增长。从另一方面看，其他发达国家，像日本、加拿大和欧洲的内需增长都低于其 GNP 增长，其对外部经济的影响和我们正相反……其结果导致其他地区对我们产品的需求相对较弱……同时，大量涌入的进口产品，以及随之而来的不公平感受，助长了破坏性的贸易保护力量。

沃尔克强调，欧洲国家和日本实施刺激政策至关重要（美国国会，1985 年 7 月 17 日，第 27、55 页）："如果其他发达国家在经济增长方面对美国的依赖度降低，那么，我们需要进行的政策调整就会温和得多……我们是内生式扩张，效应对外溢出。其他国家也应该采用这种内生式扩张。"

沃尔克（美国国会，1985 年 2 月 26 日，第 99、117 页）干预外汇市场的想法得到了广泛赞同，其核心要点在于，通过降低美元对其他货币的汇率，来迫使其他国家采用更多的刺激性政策：

> 那些国际收支状况最好的……国家，日本、德国……可能

> 会因此采取一些刺激性政策，比如说减税……外汇市场干预是一个很有用的工具……而且是我们武库中……必须要有的工具……当然，我并不认为外汇干预可以解决所有的问题。各种失衡的化解……需要更为根本的政策调整和经济模式的改革。

在唐纳德·里甘时期，美国财政部反对干预外汇交易。不过，在詹姆斯·贝克部长和理查德·达曼副部长领导下，财政部开始转向激进，并组织达成了1985年9月的《广场协议》。[12]根据该协议，美国、联邦德国、日本、英国和法国同意联合干预外汇市场，以推动美元贬值，而美元汇率从1985年2月已开始走弱。在各国央行介入外汇市场的情况下，美元兑其他G-5国家的货币汇率进一步下跌。从1985年2月末至11月，美元兑日元汇率的跌幅达到了20%，兑德国马克和法郎的跌幅则为15%。[13]

不过，当美元贬值仍然不能降低美国经常账户赤字时，来自国内外的压力再次升温，并导致了《卢浮宫协议》的达成。[14]众多贸易伙伴国，希望美国实施"紧"财政和"松"货币的政策搭配。在他们看来，美国的"双赤字"问题，即政府赤字产生外资流入需求，是造成美元强势的根本原因。[15]据此，外国政府希望美国削减政府赤字，并希望美国调低利率，以阻止美元汇率的走强。美国联邦基金利率上调，会让各国央行更难以调低本国的贴现率水平。

发展中国家的债务危机仍在继续。1987年初，巴西威胁要债务违约。国际货币基金向多个国家提供了贷款，以争取化解危机的时间，同时，这些国家开始加大开放度，并变卖经营困难的国有企业以获取资金。美国一些地区性的银行，希望减持其持有的相关债

务。这一行为，变相地给这类债务进行了定价，从而把部分大型货币中心银行可能面临的偿付风险公之于众。与此同时，发达国家不愿意更多地对债务国开放其国内市场。在以上这些情况下，在政治上唯一可行的措施，就只能是在世界范围采取刺激政策，以提高对发展中国家出口的需求。

1986 年，美国贸易赤字扩大到 1660 亿美元，导致了国内压力的上升。结果，国会中反对贸易保护立法的联盟开始瓦解。《华尔街日报》(1987 年 4 月 27 日) 报道：

> 推动更强硬的贸易立法，已成不可逆转之势……新的情绪部分反映出，过去几十年一直坚定反对任何贸易限制的跨国企业联盟开始解体。一些受到进口伤害的公司，如克莱斯勒、摩托罗拉和福特等，已经开始脱离自由贸易圈子，转而支持一项广受争议的提案，要求对美国有巨额贸易盈余的国家实施自动的进口限制。
>
> 1986 年选举使两院都落入民主党的控制，这是六年来的第一次。民主党人决心把贸易问题作为其能力的一个关键考验……民主党国会领导人曾总结认为，贸易在政治重要性上排在首位，并可能是 1988 年总统大选中的核心问题。

沃尔克（美国国会，1986 年 7 月 29 日，第 26 页）在美国国会作证时称："我们不能让贸易赤字继续扩大……政治上压力会导致贸易保护行动，来限制其发生。"国会议员向美联储施压，要求降低联邦基金利率，以推动美元贬值。政治家们将美元升值视为刺激进口、抑制出口的洪水猛兽，美元贬值因此成为了政治诉求的一个

焦点。在政治家们的清单中，受美元升值压制的产业有一长串，包括如农业、能源、制造业和采矿业，等等。所有的政治竞选者都在排队要求实施经济刺激。

还有来自政府要员的压力，要求恢复固定汇率制度。[16]他们认为美元汇率已被高估，而美元贬值是重建固定汇率的第一步。众议员里奇（民主党，爱荷华州）对沃尔克的评论，表达了当时政治上的一种普遍情绪（美国国会，1985 年 7 月 17 日，第 46 页）："宽松的货币政策，会对公平乃至整个经济都产生影响，轻微的通胀和美元贬值可能是避免国会倒向贸易保护的最佳途径，美联储应严肃地考虑这个问题。"

1986 年和 1987 年初，美元汇率下跌推动了美国经济的复苏，这一效应在卡特政府时期曾被称为"火车头战略"。但在世界范围看，《卢浮宫协议》却成了造成新一轮全球不稳定的主要因素。事实证明，美国政府以美元汇率作为武器来迫使日本和德国就范（采取刺激性政策），多少有点事与愿违，从房利美的评论中可以看到这一点（1987 年 1 月 16 日）：

> 美元汇率大幅下跌，是本周债券价格普遍疲软的主要因素。美元跳水的原因是，一些报道宣称，政府因担心贸易保护立法的前景，以及受无法迫使贸易伙伴采取更多刺激性政策的困扰，而希望美元汇率进一步下滑。

1987 年 2 月，美国、德国、日本、法国、英国和加拿大签署了《卢浮宫协议》。有巨额贸易顺差的国家，如德国和日本，承诺刺激其经济以增加进口。由于 1980 年代前 5 年的通货紧缩，以及油价

下降的影响，物价已基本恢复了稳定（参见图14－1），在这种背景下，实施刺激政策看起来可以接受。美国则承诺降低财政赤字，在其他国家看来，这才是导致美国经常账户赤字的根本原因。此外，各国都同意干预外汇市场，以阻止美元汇率进一步下跌。对这一干预，沃尔克是支持的。[17]

遗憾的是，《卢浮宫协议》就像一门没有准星的大炮，炮口一歪，在1987年10月17日这个黑色星期一，轰垮了的却是股票市场。究其原因，是因为《卢浮宫协议》本就建立在两个完全错误的基础上。首先，《卢浮宫协议》的可信度取决于美国削减财政赤字的意愿。[18]而1986年通过的《格拉姆－拉德曼法案》也的确让降低赤字成为可能。但美国联邦最高法院却裁定，该法案中涉及支出自动削减的条款为非法。到1987年秋，政府与国会无法就该法案修改达成共识的局势已基本明朗。里根政府担心国会利用该法案来要挟提高税负和缩减国防支出。而另一边，国会也展示了其娴熟的玩弄预算的手法，来规避法律的限制（《华尔街日报》，1987年8月10日）。

其次，《卢浮宫协议》的成功与否还要取决于美国利率水平的变化，要求美国不能提高利率。这个限制源自美国说服德国和日本央行降低本国贴现率的想法。德国央行担心，美国利率升高会削弱马克、增大德国的通胀压力（赫泽尔，2002年b）。相反，日本却希望日元走弱，以助力自身出口。其防范日元进一步升值的意愿使其降低利率（赫泽尔，1999年）。而另一边，华盛顿不愿日本因美国提高利率而坐享其成，而是希望其降低其本国利率来促使日元贬值。对此，华尔街日报（1987年4月22日）报道称：

> 据一位美国高级官员称，美联储正避免抬高美国利率，因其不愿意放松对日本央行扩张信贷的压力。该官员称，美国和日本的货币当局在如何稳定美元汇率方面，正在玩一场“老鹰捉小鸡”的游戏。他声称，如果日本和其他有贸易顺差的发达国家——如联邦德国——不能尽快刺激自身经济，将极有可能出现全球性的衰退。美联储的确可以通过抬高利率来帮助美元升值，但该高级官员指出，这种举措会削弱日本扩张信贷的动力，因为他们急切地想避免美元汇率进一步下跌。

三　通胀恐慌和股市崩盘

1987 年，又一波通胀恐慌来袭，美联储再次受到挑战。与 1983 年至 1984 年不同，此次通胀恐慌根源于《卢浮宫协议》，由美元贬值导致的通胀压力而引发。1986 年美元贬值时，油价正好在下跌，整体通货膨胀水平还有所降低。但到 1987 年，油价下跌的效应逐渐消失，通胀率转而开始上升，此时，美元贬值再次唤醒了债券市场上的通胀恐慌情绪。在春季时，因为经济尚属疲弱，恐慌很快就被平复。但到了秋季，随着经济增长日益强劲，美联储的运气就不那么好了。

在差不多十年前的 1978 年，当时也是经济复苏加美元贬值，最后导致了通胀率飙升。在稍早及后来的一些时期，市场认为财政部压低美元汇率的主要目的，是为了迫使德国和日本接受其“火车头策略”。所罗门（1982 年，第 345 页）引用了财政部部长布鲁门

萨尔“把美元谈下来”的“非著名言论”。沃尔克（沃尔克、行天丰雄，1992 年，第 260 页）则抱怨称，“财政部部长（贝克）……好像很欢迎美元进一步贬值。”[19]

随着 1987 年 2 月 22 日《卢浮宫协议》的宣布，外汇市场短暂企稳。但在 3 月 27 日，美国威胁对日本电子产品征收 100% 关税后，美元汇率重拾跌势。《华尔街日报》（1987 年 3 月 31 日）报道称：“美元跳水的冲击波昨日再袭信用市场，美国国债惊现 6 个月来最大跌幅……美元困境冰封了债券市场……美元的大幅下挫引发了新一轮的担忧，随着进口产品日益昂贵，通货膨胀或将愈演愈烈。”

美元贬值通过两个途径提高了债券利率：一是恶化通胀恐慌；二是降低了日本人投资美元计价资产的意愿。[20]1986 年时，美国商品和服务出口额约 3700 亿美元，进口额则超过 5200 亿美元，经常账户赤字连同境外资金的流入，对美国资本市场产生了巨大的影响。

1987 年前三个季度中，推动股市上涨的主要动力在很大程度上来自日本人的投资。当时，为缓解日元的强势升值，日本政府开始逐步放松资本管制，以推动资金外流。此后，日本投资者在美大力投资，以多样化其资产组合。最初，投资对象主要是固定收益证券。但后来因 1986 年债券市场下跌，他们转向投资不动产和股票。日本昂贵的土地价格，以及东京证交所高企的市盈率水平，让美国股市对日本人显得很有吸引力。[21]

1987 年 4 月，30 年期债券收益率从年初的 7.4% 上涨到 8.5%，显示出通胀恐慌的迹象（参见图 14－3）。作为应对，在一次例会

间调整中，沃尔克把联邦基金利率（上调借入准备金）上调至6.5%（美联储理事会，会议纪要，1987年4月29日，第4页）。[22]到5月19日的例会，FOMC进一步把利率上调到6.75%。[23]但债券收益仍维持在高位，7、8月分别为8.6%和9%，并在10月达到了10.25%的峰值。FOMC背离了之前扭转通胀预期的规程，按兵不动，将联邦基金利率维持在了6.75%。

对此，沃尔克（沃尔克、行天丰雄，1992年，第284页）后来写道："有点后悔的是，当时我没有调高贴现率……金融市场对美联储反通胀的信心……可能消退了一些。"讽刺的是，这时，沃尔克（1994年，第150页）也开始想结束美元的贬值趋势，[24]但《卢浮宫协议》限制了其必要的联邦基金利率上调。而美国政府正急切地想通过降低利率（而非提高利率），来推动美元进一步贬值，以迫使德国和日本实施经济刺激。[25]沃尔克（美联储理事会，会议纪要，1987年5月19日，第2页）曾谈到如何让他们"难堪"。

在这次通胀恐慌期间，里根总统没有再次提名沃尔克，他的离任让市场感到很意外。尽管其继任者，艾伦·格林斯潘，曾担任福特总统的经济顾问委员会主席，并主持过国家社会保障改革委员会，但仍缺乏沃尔克那样声誉和名望。许多金融市场人士，对格林斯潘能否独立于政府深表怀疑，他还缺少中央银行家应有的信任（《华尔街日报》，1987年6月3日）。

8月时，美元开始了新一轮贬值。评论员们把与之同时出现的债券收益率上升，归因于对通胀的担心以及外国人持有美国债券的意愿降低。[26]在最后一次国会听证中，沃尔克（美国国会，1987年7月21日，第21、23页）概述了格林斯潘即将面对的由通胀恐慌所

带来的挑战："我们经历了一轮价格大爆炸……与石油和国际环境有关……现在，我们是要重回较低的通胀水平……还是任由其进入对未来的……预期?"格林斯潘（美国国会，1985 年 3 月 5 日，第 163 页）认同美联储高度关注通胀预期的做法："美联储应该重视长期利率，并将其作为通胀预期的一个衡量指标。如果长期利率出现即将大幅上涨的信号，美联储应该迅速采取行动，实施严厉的控制通胀的政策。"

格林斯潘（《华尔街日报》，1987 年 10 月 5 日）在《本周与大卫·布林克利一起》栏目中，以美联储主席的身份发出警告，一旦金融市场对通胀加速的恐惧形成"燎原之势"，很可能导致"危险的高利率水平"。他继续指出："看起来存在……担心……下一步（通胀）可能会再次失控……容易理解的是，如果所有人都认为通胀无法避免，他们就会采取行动，实际地制造"更高的通货膨胀水平。

由于"长期利率大幅上升……引发公众对通胀前景的质疑，"9 月 4 日，美联储理事会调高了贴现率。FOMC 则在 9 月 22 日的例会上，决定将联邦基金利率提高至 7%（美联储理事会，政策行动记录，1987 年报，第 73 页）。但 30 年期债券利率仍继续上扬，并于 10 月 19 日达到 10.25% 的峰值。利率大幅提升让股票市场严重高估，而就是在这天，股市出现了崩盘。图 14 - 5 对比了十年期债券收益率和用标普 500 指数预测的股市收益，可以很清楚地看到，债券利率上涨在市场崩盘之前。美元政治决定了崩盘发生的时间。此前一周，在 8 月巨额贸易逆差的新闻出来以后，美元汇率、股票和债券价格都出现了程度不一的下跌。尽管从未公开宣布，但《卢浮宫协议》事实上为美元汇率波动设定了"相当精确的区间"（沃

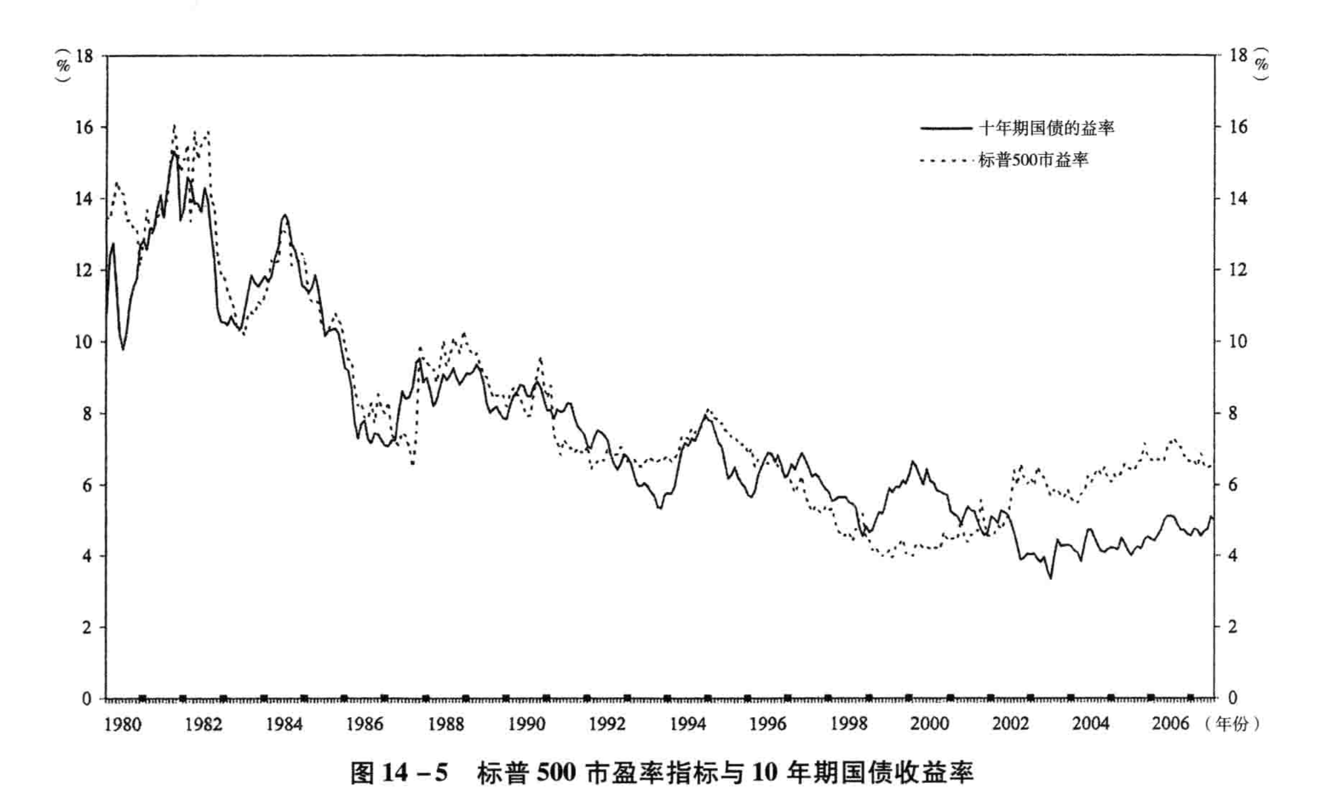


图 14－5　标普 500 市盈率指标与 10 年期国债收益率

注：债券收益率指 10 年期固定期限国债收益率。收益－价格比是 I/B/E/S 国际公司，用预测的未来 12 个月收益除以标普 500 指数得出。数据均为月度数据，反映月中价格。

尔克、行天丰雄，1992 年，第 260 页）。10 月 15 日，正如山姆·克罗斯在美联储一份简报中提到的（美联储理事会，会议纪要，1987 年 11 月 3 日，第 2 页），财政部部长贝克“暗示了对德国利率走势的不满，且有媒体建议调低美元汇率的目标区间，此外，G7 国家之间的合作或许也正走向破裂。在 10 月 17 日的这个周末……美元对马克汇率暴跌。”[27]《纽约时报》（1987 年 10 月 18 日）报道：

> 在一次突然的调整中……美国允许美元对德国马克贬值，一位高级政府官员今日说道。这意味着，政府会一直坚持贝克部长在本周四第三次提及的想法，即美国将会放任美元下跌，以应对西德的利率上涨。贝克先生今天说，西德“不应指望我们会甘心情愿地接受”德国利率的上升……分析人士和另一位高级政府官员认为……贝克的讲话……意味着，如果市场力量压低美元对德国马克的汇率，政府和美联储不会干预。

《纽约时报》（1987 年 10 月 19 日）报道：

> 随着国债收益率在上周超过 10%，股价大幅跳水，金融市场的注意力都集中到了国际市场风险上，政府高官频繁发声试图稳定市场信心，强调通胀恐慌被过度夸大，并将利率推高到了完全不合理的水平。但都没起到太多的效果……德意志银行的一个顾问说，“债券收益率上升的主要原因，是外资流入减少……”今年以来，境外认购的美国国债规模已经好几次出现下降，某些时间段，比如 9 月，日本机构实际上在净卖出美国国债。

10 月 19 日，星期一，道琼斯工业指数暴跌了 22.6%。

政府政策缺乏可信度，使 1987 年的投资者情绪产生了一些不稳定变化。随着《格拉姆 - 拉德曼法案》的失利，削减赤字的承诺成了一纸空文。《卢浮宫协议》的瓦解，再次让国际汇率体系分崩离析，与布雷顿森林体系崩溃时的情形几乎如出一辙。以美元贬值形式发生的通货膨胀引发了新一轮的恐慌。

财政部部长贝克与德国联邦银行及美联储展开了公开的论战，这更加深了人们对政府维持美元价值的意愿和能力的怀疑。贝克对美联储在 9 月提高贴现率表示了不满，因这一调整与迫使德、日下调利率的策略不相一致。安吉尔理事（《华尔街日报》，1994 年 5 月 2 日）后来评论道："1987 年股市崩盘的导火索，是市场认为政府会接受美元进一步的贬值。"安吉尔（《纽约时报》，1997 年 8 月 24 日）补充道："我想，市场对美联储政策的可信度可能存有怀疑。"

10 月 19 日（周一）上午，市场跳空低开，并持续下跌，公开市场交易办公室立即组织了由纽约联储主席和一些理事参加的不间断电话会议。[28]中午，交易办公室与全体 FOMC 成员进行了电话会议。交易办公室强调，正密切关注，并向银行及时提供所需的额外准备金。各储备银行主席则明确表示，保持贴现窗口开放。纽约联储主席杰拉尔德·克里根保证，即便市场担心股市下挫可能会让部分政府债券市场交易商陷入清偿危机，纽约联储将继续向这些交易商提供授信，为其运营提供资金支持。为此，纽约联储通知各家政府债券交易商，可以从交易办公室的资产组合中借取政府证券，用做回购交易的抵押品。

美联储副主席曼努埃尔·约翰逊，对联邦基金利率超过之前水平表示了担忧，他认为，这或许意味着，交易办公室没有完全满足所有额外的准备金需求。在周一上午，交易办公室与交易商签署了一轮回购协议，为其提供超出之前计划的准备金供给。这些回购协议，是交易办公室在与 FOMC 召开电话会议之前唯一的行动，还未涉及调低借入准备金目标或降低联邦基金利率层面的问题。在当天，美联储所有的精力都集中在满足异常的流动性需求上。直到 10 月 29 日，才将联邦基金利率从 7.375% 降到 6.875%。此时，美联储才开始以放松货币政策来应对这次危机，而不是保持利率不变，单纯向市场供充裕的流动性支持。

正如白芝浩曾总结过的，中央银行的正统理念是在经历金融危机时，以高利率水平向市场提供流动性支持。在格林斯潘之前，还没有用降低联邦基金利率来应对金融市场波动的先例。例如，在 1970 年 5 月 26 日的例会上，FOMC 必须应付因入侵柬埔寨而引发的金融市场危机。当时，道指从年初一路下跌了 12%，达到 6 年内的最低水平。到 6 月 23 日的例会时，宾州中央铁路公司的破产对商业票据市场又产生了极大的冲击。尽管如此，FOMC 还是延续了 2 月之后的温和降息策略，而主要通过允许银行通过贴现窗口自由借款，以及取消 10 万美元及以上存款的利率上限（梅瑟，1973 年，第 38 ~ 45 页）来应对。同样，从 1973 年 10 月 26 日到 12 月 5 日，道指下跌了 20%，而美联储仍将联邦基金利率保持在 10% 不变。最近的一次则是 1984 年 5 月，伊利诺伊大陆倒闭期间，FOMC 甚至还将联邦基金利率从 4 月的 10.25% 提升高到了 8 月的 11.625%。

1988 年间，核心 PCE（个人消费支出的通胀指数）从 3.75%

上升到了4.75%（参见图14－1）。这样来看的话，要避免通胀形势恶化，FOMC应尽量限制应对股市崩盘而采取的措施，即在不调整联邦基金利率的情况下提供流动性支持，而不是通过降低联邦基金利率来提供刺激。FOMC在1988年2月例会后，将联邦基金市场利率从1987年10月股市崩盘前的7.375%降到6.5%。尽管经济增长在1987年初有所恢复，但到1988年春末之前，美联储一直都没有大幅提高联邦基金利率水平（参见图14－6）。[29]直到1988年5月后，实际利率才有了明显上升（参见图14－2）。绿皮书预测经济将转为疲软，而到1988年春季时，产出增长无法持续已变得越来越明显（参见图13－2）。

四　总结性评论

尽管《卢浮宫协议》触发了一个温和的扩张－收缩政策周期，但FOMC总体上紧盯通胀预期的努力，最终还是创造出了低通胀和经济稳定的环境。这一政策在1990年代得以延续，并维持了低通胀与经济稳定共存的良性状态。[30]凯恩斯主义的菲利普斯曲线，具有“后顾式预期”特征，无法为政策制定者提供两个方向的有效预测。事实上，低通胀并不以高失业为条件，而实际产出波动的下降也不以通胀波动加大为前提。

附录A：1982年后的借入准备金操作程序

在1979年10月的程序下，给定贴现率水平，FOMC通过控制借入准备金来间接调控联邦基金利率。在滞后准备金计算规则下，法定准备金总量已预先确定，FOMC设定非借入准备金目标，也就

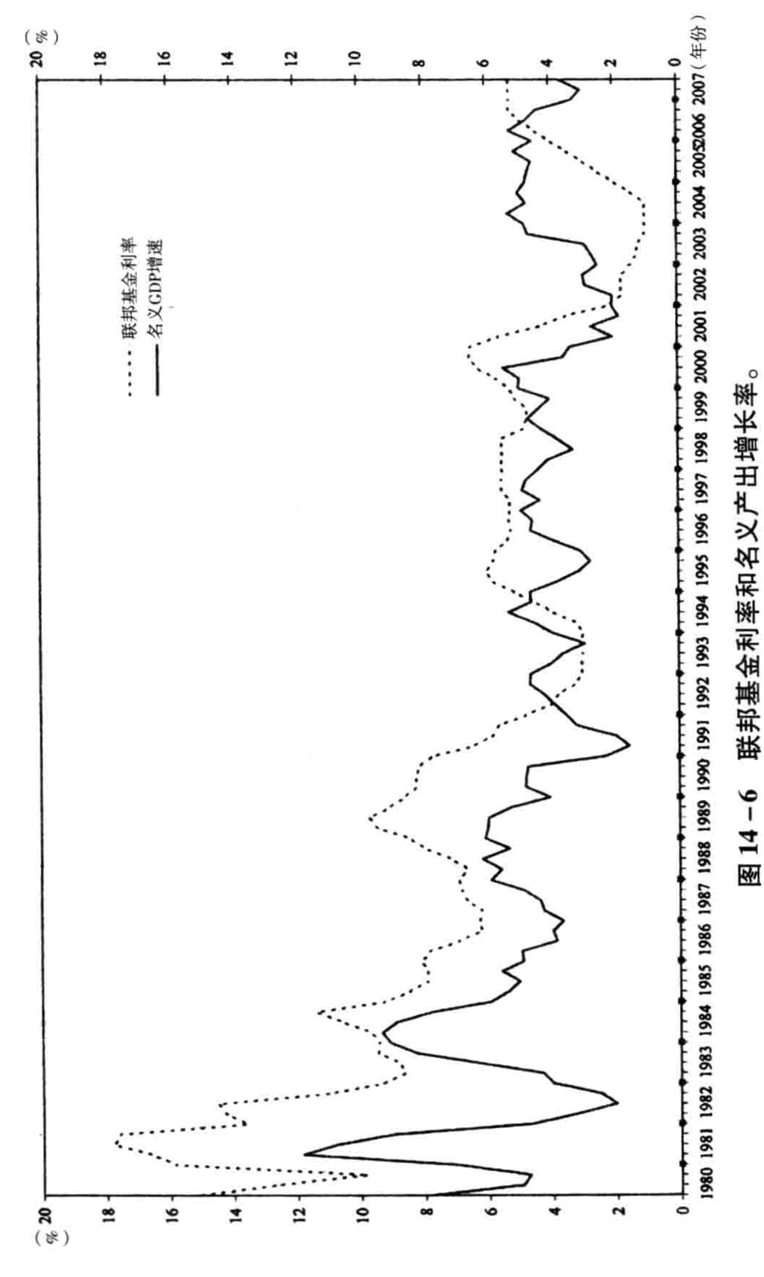


图 14－6　联邦基金利率和名义产出增长率。

注：月度数据。横轴上■为每年的第四季度。

决定了银行借入准备金的数量。而接下来，借入准备金将决定联邦基金利率相对于贴现率的溢价（见第13章附录，“1979年10月6日引入的操作程序”）。1982年后，随着M1目标的弃用，FOMC直接将借入准备金当作政策操作目标（林德赛，2003年）。这一程序有许多与早期操作规程相似的特点。

在借入准备金规程下，联邦基金利率等于贴现率加上一个正的附加费用，该费用随借入储备的规模而提高。一般来说，交易办公室设定的非借入准备金水平，要比银行合意的准备金需求（法定准备加上超额准备）低，以迫使银行在总体上需要从贴现窗口借款。美联储则根据当时的情况，对不同银行可以借入的准备金规模进行配给。正常而言，如果银行认为当前市场利率相对可预期的未来利率过高时，就会选择贴现窗口借款。如果银行认为未来可能用到贴现窗口贷款，现在暂时就不会使用，于是，联邦基金利率将会上涨（古德福里恩德，1983年）。如此一来，借入准备金与贴现率和联邦基金利率的差额之间存在正相关关系，提高借入准备金目标水平，会拉大上述差额，也就意味着联邦基金利率的提高。

给定借入储备金的目标水平，调整贴现率在一开始会导致联邦基金利率同样幅度变化。很多时候，美联储理事会把贴现率调整用作传递联邦基金利率未来的变化信息（库克、哈恩，1988年）。例如，在下调贴现率的同时，表示对经济增长的担忧，往往意味着美联储可能下调联邦基金利率。从经验来看，在借入准备金目标不变的情况下，调低贴现率会缩小其与联邦基金利率的差额，并带动联邦基金利率更大幅度的下跌。

和以往的操作规程一样，借入准备金程序依然是对联邦基金利

率的间接调控，FOMC 的利率决策与实现该短期利率目标之间仍存有一定的时滞。FOMC 通常不会立即公布借入准备金目标水平，金融市场只能在随后的几周中去感知其变化。这意味着，在 FOMC 调整借入准备金目标后，市场利率会渐进地趋向新的均衡值。利率的渐进调整模式，在很大程度上也降低它们的新闻价值（多特西，1987 年）。

根据上面这些操作规程，市场利率的变动有时会领先于 FOMC 的政策调整。正如前面提到的，在借入准备金目标程序下，联邦基金利率与贴现率之差，决定于当前借入准备金和银行预期的借入准备金水平的对比。在经济数据强劲上扬的情况下，银行会预期未来借款的可能性提高、利率也可能会上涨。此时，即使借入准备金目标不变，联邦基金利率也会上升（“准备金压力程度”会在政策指令发布时向公众公开）。以这种方式，美联储可以提高短期利率，并把上涨归因于市场力量。

不过，特别是在经济活动疲软的时期，美联储或许更希望公众关注其在市场利率降低中的作用。通常的方式是降低贴现率，同时表达对经济疲弱的担忧，以此显示美联储对相关事态的关注。[31]这种降息是广泛公开的，FOMC 成员将这类降息也称为“鸣锣效果”。总而言之，通过借入准备金目标来间接调控联邦基金利率，美联储既可以将利率变化表现为受市场力量的影响，也可以将其表达为政策行动的结果，由此获得了很大的灵活性。

尽管 FOMC 成员都知道，联邦基金利率才是真正的货币政策工具，但沃尔克还是坚持要求 FOMC 设定借入准备金目标，而不明确合意的联邦基金利率水平。通过这种方式，沃尔克可以获得一定的

专断权，在FOMC闭会期间，无须经电话会议授权，即可对联邦基金利率进行调整。FOMC发布的政策指令，一般只提及银行体系准备金压力程度的变化，而不涉及合意的联邦基金利率。在与美联储主席或其代表史蒂夫·亚历克洛德商议后，交易办公室将持续测试，以确定与有效联邦基金利率目标相适应的借入准备金水平。一旦交易办公室确认借入准备金水平，就随即向银行发出调整要求，以实现合意的联邦基金利率目标。[32]在1980年代中期，FOMC逐步停止使用借入准备金目标，转而直接设定联邦基金利率。在格林斯潘出任联储主席后，正式允许FOMC讨论和制定联邦基金利率目标。[33]

附录B：1986年的货币政策措施

1986年，美联储理事会（而不是整个FOMC）主导了货币政策的制定。借入准备金目标，让美联储理事会可以通过调整贴现率，来间接调控联邦基金利率。一旦FOMC设定了借入准备金目标，联储理事会就可以在其之外，独立地调整联邦基金利率。和地区储备银行主席们相比，里根新任命的美联储理事成员倾向于实施更具刺激性的货币政策。[34]因此，尽管前者对降息态度谨慎，美联储理事会还是通过降低贴现率的方式，大幅压低了联邦基金利率。

1986年，贴现率下降带动了联邦基金利率的降低，尽管政策指令的措辞让交易办公室误以为政策没有变化。在1986年2月11日的例会上，FOMC决定维持联邦基金利率不变，此外，为了确保其在闭会期间的稳定，政策指令采用了或然性的言辞。指令要求交易办公室“维持现有的准备金压力程度”。这个指令是对称的，既没

有要求交易办公室在休会期调高利率，也没有要求其调低利率（美联储理事会，FOMC 政策行动记录，1986 年年报，第 102 页）。

但是，在 1986 年 2 月 24 日，经过一场 4∶3 的投票，美联储理事会决定将贴现率调低半个百分点。这个结果令人震惊，因为主席成了少数派。当天晚些时候，美联储理事会又撤销了该决定（美联储理事会，联储理事会政策行动记录，1986 年年报，第 81 页）。3 月 6 日，美联储理事会一致同意降低贴现率。根据《美联储理事会政策活动记录》，一致通过的关键原因是主要国家的中央银行也有调低贴现率的意向。沃尔克认为，联合下调贴现率，可以避免美元进一步剧跌。

如前所述，FOMC2 月例会的决定表明，多数成员支持联邦基金利率不变。尽管政策指令措辞含混不清，但还是强调了对即将出炉的实体部门数据的关注。不管是美联储内部还是之外，最受瞩目的实体部门数据，是劳工部发布的每月非农就业人数。这项统计数据是反映实际产出变化的第一手也是最全面的指标。2 月 7 日，登记就业人数增加了 566000 人，是十年中最大的增长。该数据的月度波动也相当大，前 3 个月的平均仅有 210000 人，不过，仍显示经济正稳步增长（参见图 14－7）。

3 月 6 日，美联储理事会将贴现率下降半个百分点，随后也带来了联邦基金利率的下降。美联储理事会希望采取更具扩张的货币政策。通过降低贴现率来影响联邦基金利率，可以得偿所愿，而且还不用面对在 FOMC 上讨论调低利率而可能引发的争论。

在 1986 年 4 月 1 日的 FOMC 例会上，上述情况就再次发生。《政策活动记录》表明，在这次例会上，关于究竟应该重视油价下

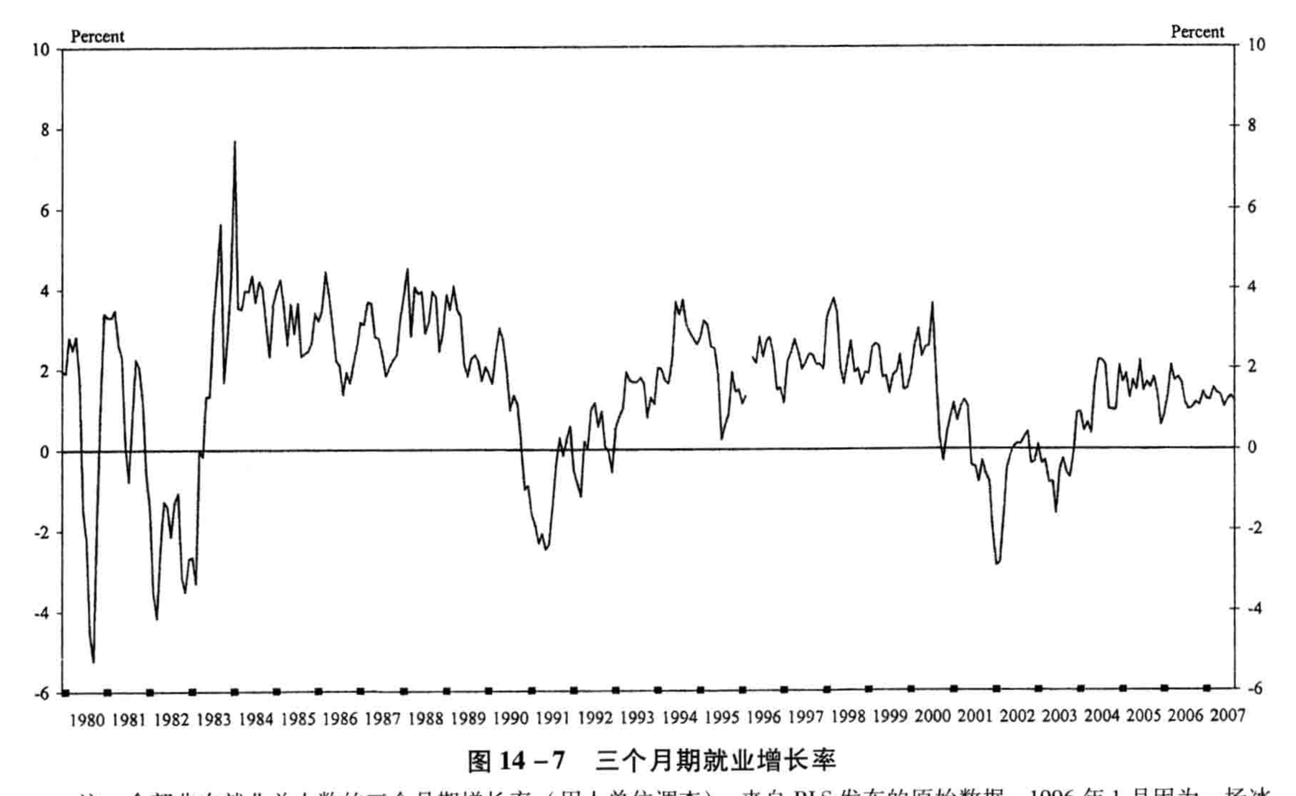


图 14-7 三个月期就业增长率

注：全部非农就业总人数的三个月期增长率（用人单位调查），来自 BLS 发布的原始数据。1996 年 1 月因为一场冰雹，而没有发布同期数据。横轴上的深色刻度标记代表每年的最后一个月。

跌可能给能源生产地区造成的短期冲击，还是关注能源价格下降对整体经济的长期正面效应，FOMC 产生了分歧。《记录》中写道“美联储经济学家为这次例会提供的政策选择暗示，在经历了上半年相对温和的增长后，国民生产总值扩张会在下半年开始加强”（美联储理事会，FOMC 政策行动记录，1986 年年报，第 106 页）。这次例会的政策指令要求 FOMC 交易办公室“维持现有准备金压力程度”，不在例会期间向上或向下调整联邦基金利率（“某种程度以内，可以接受稍松的或稍紧的准备金约束”）。例会后的就业人数数据表明，温和增长仍在继续。4 月 4 日公布的增长为 192000 人，随后公布了修订后的上月增长量为 153000 人。4 月 18 日，美联储理事会将贴现率从 7% 下调至 6.5%，并由此将联邦基金利率拉低到了 6.875%。

在 1986 年 5 月的例会上，FOMC 决定不改变借入准备金目标（并暗示不改变联邦基金利率）并发布了对称性的指令。在 7 月和 8 月的例会上，FOMC 分别决定“稍事降低”和“略微降低”“现有的准备金压力程度”。7 月和 8 月的例会都发布了对称性指令。使用副词“稍事”和“轻微”暗示的是，联邦基金利率下调在 0.125 到 0.25 个百分点之间。不过，在上述两次调整中，美联储理事会都在 FOMC 例会后，把贴现率和联邦基金利率下调了 0.5 个百分点。在下调贴现率的同时，美联储理事会还在措辞中强调了经济增速的放慢，以这种方式，来向公众传达刺激增长的意图。从 1986 年 1 月到 8 月末，联邦基金利率从 8% 下降到 $5^7/_8$%。美联储理事将贴现率下调了 2 个百分点。此外，联邦基金利率每次调整的幅度也较大——为 0.5 个百分点，而不是通常的 0.25 到 0.125 个百

分点。

附录 C：经调整的 M2 增速

在 1980 年代，用 M1 作指标的困难显而易见。在 1981 年之前，M1 增长率曾是货币政策对名义总需求影响的一个良好测度。1981 年，随着 NOW 账户在全国范围内的推广，M1 需求对利率的敏感性大幅提高。由于重新界定的 M1 缺乏经验数据，所以无法测算出其对利率的敏感程度，进而也就无法预测 M1 速度变化。这种情况，使利用 M1 增速来预测名义总需求增长的方法变得不再可行。

重新界定的 M2 包括了零售货币市场基金，也可能加大其需求函数不稳定性。不过，事实上，M2 需求仍是利率机会成本稳定的函数。在 1990 年需求曲线开始向左移动之前，M2 都可以作为政策立场的指标变量（黑赫泽尔、梅赫拉，1989 年；梅赫拉，1993 年）。在 M2 变动和 M2 流通速度的预期变动基础上，我构造了一个名义 GNP 增长的货币指标变量。该指标从下述数量方程推导而出：

$$\Delta m + \Delta v^{p} = \Delta y^{P} \qquad (1)$$

将 M2 的变动率 Δm 与 *M*2 流通速度的预期变动率 Δv^{P} 相加，即可得到名义国内生产总值增长的货币指标变量 Δy^{P}。表 14 - 1 列出了，M2 流通速度的变动率对持有 M2 的机会成本变动（商业票据利率和 M2 自身收益率之差）的回归结果。用估计出的相关系数（M2 需求的半对数弹性）乘以 M2 机会成本变动，即可得到流通速度变化的预测值。图 14 - 4 列出了用 M2 预测名义产出增长的实际情况。图中的实线是名义产出（GDP）的实际百分比变化。

表 14－1　M2 流通速度回归

$$\Delta \ln VM2_t = 0.10 + 2.8 * K + 1.6\Delta (R_t - RM2_t) + e_t$$

(0.3) (2.1)　(5.3)

CRSQ＝0.45，SEE＝2.2，DW＝1.9，DoF＝38，Dates：1951－1991

注：回归数据为年度平均值。VM2 是 GDP（国民生产总值）与 M2 之比；R 为 4～6 个月期商业票据利率；RM2 是 M2 各组成部分收益率的加权平均；K 是一个虚拟控制变量。1951 年、1952 年和 1953 年取值为 1，其余年份为 0。1959 年之前，M2 等同于弗里德曼和斯瓦茨（1970）表 1 中的 M4。ln 是自然对数符号；Δ 是一阶差分符号；括号中为 t－检验值；CRSQ 是经调整的离差平方和，R－squared；SEE 是估计结果的标准差；D－W，是杜宾－沃特森检验值；DoF 为自由度。

1990 年，随着小额存款流向债券和股票市场基金，M2 的流通速度开始上升（达林、赫泽尔，1994 年）。M2 流通速度曾长期稳定在 1.65 左右，在 1994 年，提高到了 2 上下。

第十五章　格林斯潘时期转向价格稳定

沃尔克和格林斯潘都强烈反对通货膨胀，高度关注通胀预期（第10章和第13章）。他们的政策意图也相同，就是要通过“逆风而行”的操作，为美联储的货币政策树立某种“准规则”，以恢复被扩张－收缩反复政策所扰乱的通胀预期。货币政策遵循某种规则，是沃尔克－格林斯潘时期的核心特点，通过这种规则，既能形成稳定的低通胀，为货币体系提供名义锚，也为美联储调控联邦基金利率，进而让价格体系发挥作用提供了基础。

1990年，核心个人消费支出通胀水平为4.5%，到2006年1月格林斯潘离开美联储时，该指标降到了2%。格林斯潘从未将其执掌美联储期间的通胀下降归功于自己。事实上，他从来也没有就中央银行如何控制通胀发表过总体的看法。格林斯潘时期（2004年5月）的美联储更像一个危机管理者。也正因为此，在格林斯潘离任时，美联储仍没有阐明其在20世纪最后20年所建立的货币本位的实质。在这里，我们主要关注格林斯潘和沃尔克一个相似的特点，

即高度关注债券市场行为，并将其作为预期通胀变化的重要反映。

一　缺乏清晰表达的格林斯潘本位

在格林斯潘时期，公开市场委员会（FOMC）从不讨论政策战略，其主要工作只是接受或拒绝格林斯潘调整联邦基金利率的建议。[①]此外，公开表达货币政策的要点和特征，也是主席的特权。格林斯潘对货币政策的公开言论反映了他的基本观点，即货币并非决定通胀和通胀预期的根本性原因。而货币政策也只是影响通胀趋势和通胀预期的因素之一。格林斯潘（美国国会，2004 年 2 月 25 日，第 28 页）在国会作证时曾指出："低通胀率……是很多因素的结果，主要原因是全球化，由全球化带来的竞争，以及一系列结构性变化，包括……过去 25 年持续的管制放松。"

格林斯潘（美联储理事会，会议纪要，1995 年 1 月 31 日，第 58 页）告诉 FOMC，只能借助那些能抑制通胀的非货币因素来实现物价稳定，而不能选择以失业上升为代价："不能直截了当地去实现这个目标（物价稳定），因为我们知道……国会不会授权这么干……而且我认为，当下社会的哲学、文化或是政治风向也不会支持我们这样做。这意味着，在短期内菲利普斯曲线依然成立。"

美联储从不公布明确通胀目标，也从不在这一目标框架下讨论利率决策，使经济学家不得不去猜测货币政策的真实意图。在我们看来，在亚洲金融危机之前，格林斯潘一直将物价稳定当作"临时性"的长期目标。[②]1996 年 7 月的例会打破了之前的惯例，首次涉及通胀目标数值的讨论。在这次例会上，因为耶伦理事和布罗德斯主席（里士满储备银行主席）的争论，FOMC 首次就 CPI 通胀率的

"暂定"目标达成了共识，为2%。[③]

在与耶伦的对话中，格林斯潘表达了实现物价稳定的意愿。格林斯潘（美联储理事会，会议纪要，1996年7月2日，第50页）在例会上问，"长期物价稳定是一个合适的目标吗?"耶伦则请格林斯潘"定义一下'价格稳定'"，他回答，所谓价格稳定，是指"总体价格水平的预期变化……对决策不产生实质性影响。"[④]耶伦紧接着又问："您可以给个数字吗?"格林斯潘答道："如果统计上完美无缺，我想说的数字是零。"考虑到通胀统计上存在的偏误，可以推测出，格林斯潘上述表述的通胀目标值在0.75%左右。[⑤]

从我们的分析看，为降低和稳定通胀预期以恢复物价稳定，格林斯潘让美联储的货币政策具有了"准规则"的特征。但在格林斯潘本人，却认为自己的货币政策是不断的相机抉择。格林斯潘把FOMC定位为"危机管理者"（第18章），并认为货币不是决定通胀的根本因素，所有这些似乎说明，格林斯潘的货币政策在实质上也没有跳脱扩张-紧缩政策的窠臼。换句话说，FOMC只负责调控经济，而强大的非货币因素则控制着通货膨胀（赫泽尔，2007年b）。有关沃尔克-格林斯潘时代的政策特征，不同视角的观点大相径庭、相互抵触，主要根源于对这一时代的货币本位所存在的争议。

二　通胀紧缩

1989年初，格林斯潘（美国国会，1989年2月22日，第167~168页）在国会作证时指出：

> 我要强调一点，目前4%～4.5%的通胀率都是不可接受的，更不用说进一步上涨了。我们计划在接下来几年中，逐步削减通胀水平，但这会对生产造成抑制，1989年的实际国民生产总值增速将有所放缓。理事会成员和美联储银行主席对今年国民生产总值预测集中在 $(2-{}^{1}/_{2})\%$～3%，扣除去年干旱后的反弹因素，预计今年实际国民生产总值增速接近2%。

从上述发言，可以推断的是，FOMC希望将实际增长控制在趋势值之下，适度抬高失业率，但不能把增长压得太低，以免引发经济衰退。[6]不过，在实践中，FOMC从没有实施过这种软着陆似的策略。1979年10以后，美联储不再公布自然失业率水平（NAIRU，无通胀加速的失业率或充分就业率），以及相对自然失业率的调整路径。通常而言，美联储会稳步提高联邦基金利率，达到产生货币紧缩的水平，之后，仅当经济出现衰退时，才谨慎地降息。这种控制通胀的策略具有“机会主义”特征，在整个过程中，美联储尽量避免让公众感受到加息与失业之间的直接联系。

在1988年3月例会和1989年5月例会之间，FOMC将联邦基金利率从 $6^{1}/_{2}\%$ 提升至 $9^{7}/_{8}\%$。1989年3月28日，《FOMC行动记录》（美联储理事会，FOMC政策行动记录，1989年年报，第87页）提到“市场对通胀的担忧逐步增强”，从1月末到3月中，30年期债券的收益率上升了 ${}^{1}/_{2}$ 个百分点。1988年8月，短期实际利率超过了4%，并在1989年初提高到5%以上（参见图8－3）。1989年7月的例会上，绿皮书预测实际GNP将降到1.5%，而30年期的债券收益率也从9.3%的峰值降到8.1%，据此，FOMC下调

了联邦基金利率。不过，由于美联储始终不愿在债券收益率较高的情况下持续调低联邦基金利率，短期实际利率仍处于高位。1988 年底到 1990 年初，短期利率平均在 5% 左右。

起初，实际增长只是温和放缓。从 1986 年第 3 季度到 1989 年第 1 季度，实际 GNP 增速保持在 4.1% 左右，从 1989 年第 1 季度到 1989 年第 4 季度，增长率下降到 2.1%。但到最后，美联储没能阻止衰退的到来。1990 年 7 月，在伊拉克入侵科威特引发油价飙升前的一个月，经济衰退正式开始。

三　软着陆成了软恢复

到 1997 年底时，美联储已成功地将 1990 年时 5% 的通胀率降到了 1.5% 以下。要解释这一成功，需要了解名义总需求增长在 1991 年至 1997 年之间高度稳定的情况，当然，尚处经济衰退的 1991 年要除外。作为名义需求（支出）增长的测度，图 15－1 绘制了对国内购买者的最终销售额。柱状线被划分为实际支出增长和通货膨胀两部分，1991 年（译者注：原文为 1990 年，疑有误）经济处于衰退中，但由于通货膨胀较高，名义需求增长仍然为正。在之后的时间，通货膨胀开始趋向温和，而实际增长也很快由负转正。

在经济衰退开始之后，FOMC 采取了一个“软复苏”策略，把重点放在了降低通胀预期上。在政策缺乏可信度的情况下，经济复苏过程中正常的高实际增长率往往会抬高通胀预期。为此，在 1990 年衰退后的复苏期间，为防止通胀预期升高（并促成其最后的下降），需要将实际增长率压低到正常的复苏水平之下。[7]由于债券利

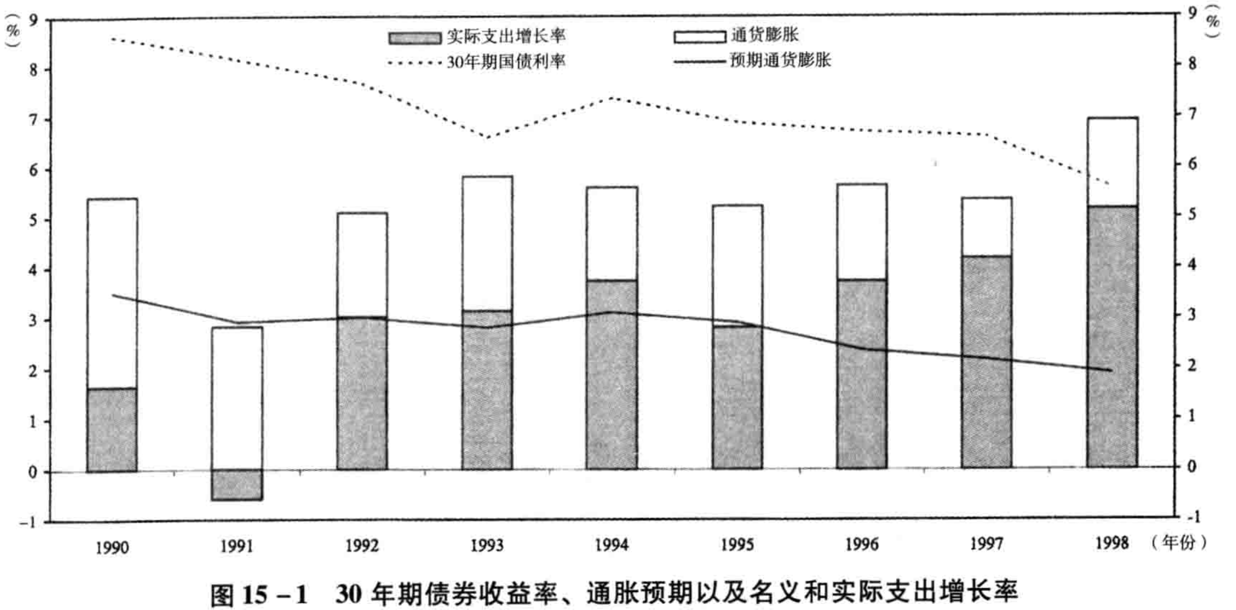


图 15－1　30 年期债券收益率、通胀预期以及名义和实际支出增长率

注：名义支出是指对国内购买者的最终销售额（名义 GDP 减去企业库存变化，再减去净出口）。实际支出是名义支出扣除价格因素后的实际值。通胀预期是四季度期通胀预测的平均值，全球洞察预测提供的美国经济展望，“美国经济摘要”部分。从 1992 年 8 月起，开始用于固定加权 GDP 平减指数计算，1996 年 2 月，开始使用于连锁加权 GDP 平减指数。如果控制日期在一个季度的前两个月，四季度期预测的起始时间为该月份所在的季度。如果控制日期在一个季度的最后一个月，四季度期预测的起始时间则为下一个季度。

率比低通胀预期所对应的水平要高，美联储不大愿意降低联邦基金利率。直到1990年7月经济周期拐点出现一年半之后，FOMC才开始大幅调低联邦基金利率（参见图8－3和图14－2）。稳定的（而非上涨的）通胀预期使实际通货膨胀走势变得温和。[8]适度（而非高于趋势）的实际增长与温和通胀相结合，也促成了名义需求适度、稳定地增长。通过延长负产出缺口的时间，以及压低通胀预期，货币政策最终有效降低了实际通货膨胀水平。

格林斯潘对债券收益率的高度关注，绝不仅是在通胀恐慌之后。在从1990年衰退后的复苏中，格林斯潘（1993年4月19日）把降低长期利率表述为一个“目标”：“把长期利率降至适度水平的目标特别重要……我们已有序展开行动……以打消投资者的疑虑，使之相信通胀将会得到抑制，并促成长期利率下降……货币政策……很重视这些利率的降低。”FOMC时时监测债券市场，以捕捉其反通胀政策获得可信度的证据。一位观察美联储的分析人士写道：“因市场预期政策即将放松而导致的长期收益率下降，货币当局自然乐见其成。长期收益率下降意味着市场认为通胀正在消退，而且，市场也没有将美联储政策的放松视为控制通胀决心的减弱”（华盛顿债券和货币市场报告，1991年9月13日）。《华尔街日报》（1992年7月31日）报道称：“在安吉尔（理事）看来，债券市场是对美联储反通胀工作的滚动表决器。”

在布莱克主席（里士满储备银行主席）的催促下，格林斯潘对反通胀策略的本意进行了解释。当时，布莱克（美联储理事会，会议纪要笔录，1992年11月17日，第45～46页）质问，如果要下调区间来容纳货币需求变化，美联储是否还能用M2目标区间作为

稳定物价的承诺。格林斯潘在国会作证时（汉弗雷－霍金斯法案听证）曾提到了该目标区间。

> 格林斯潘：委员会内部没有异议……无通胀的环境当然是最佳状态……按以往的逻辑，要提高名义 GDP，假设提高到 $4^1/_2\%$，我们会认为（需要）M2 增速达到 $4^1/_2\%$……根本说来，我认为我们实际在……使用名义 GDP 目标，货币供应不过是为了实现这个目标的传导机制而已。

从上述言论可以推断，格林斯潘心目中的短期通胀目标大致为2%。在 1973 年第 4 季度和 1990 年第 3 季度两次经济周期波峰之间，生产率平均增速为 1.5% 左右。[9]在劳动力增长 1% 的情况下，正常估计的实际 GDP 增长趋势值约为 2.5%。假定名义 GDP 增长 4.5%，也就意味着通胀率为 2%。[10]布莱克回答道：

> 我完全同意，这个房间里所有的人都持有这个观点（实现无通胀的环境），但公众会未必会信服。

格林斯潘说："是有这种可能。只有在一段时间之后，公众才会相信我们的政策，如果看到 30 年期国债收益率降到 $5^1/_2\%$，我们就知道，他们已完全信服。"

长期实际利率估计值为 3.5%，5.5% 的 30 年期国债收益率意味着预期通胀率约在 2% 左右。格林斯潘很含蓄地暗示，美联储试图用名义 GDP 增长率或预期通胀率（以债券收率近似表现）来代替货币供给，作为政策制定的中介目标。到后来，由于生产率变化及其所决定的实际增长趋势难以预测，美联储便把通胀预期当成了

中介目标和名义锚。[11]

1990年，通胀预期有所抬头，但经济活动仍然疲弱，FOMC的关注点不得不在二者间进行平衡。1988年，通胀开始上升，CPI通胀率达到4.1%，1989年，则进一步上升到4.8%，到1990年上半年时，达到了6.1%。与此同时，在1990年初，由于货币政策转向紧缩，实体活动开始萎缩。就业增长率在1990年3月达到峰值后持续下滑，直到1991年3月。商业周期则在1990年7月见顶。出于对通胀的担忧，整个1990年上半年，投资者不断推高债券收益率（参见图14－3）。8月，伊拉克入侵科威特，之后，随着石油价格上涨，债券收益率持续暴涨。

尽管经济周期在1990年7月就已经见顶，但出于对通胀预期的担忧，FOMC一再推迟降息，到9月底之前，都没有对联邦基金利率做出大幅下调。1990年10月2日的政策行动记录（美联储理事会，FOMC政策行动记录，1990年年报，第142页）这样记载："一些成员对放松货币政策表达了强烈的保留意见……他们担心，短期内任何政策松动可能会导致通胀预期恶化……放松政策可能会给长期利率带来意外的上涨压力。"直到30年期债券收益率从8月9%的峰值下降到8.6%之后，美联储才在11月13日的例会上，开始决定将联邦基金利率下调0.5%，从8%降到了7.5%。

随着联邦基金利率上升至较高水平，实际利率在相当长一段时间内也居高不下（参见图14－2）。1989年5月例会后，FOMC将联邦基金利率提高到9.875%，而核心通胀率则远低于5%（参见图14－1）。在1989年7月和1990年7月周期顶部之间，平均实际利率约为4.6%（参见图8－3）。1990年最后5个月的平均水平为

3.5%，仅比该年 7 月的最高值 4.3% 略有下降。1990 年以后，实际利率下降仍然比较缓慢，到 1991 年 12 月才跌破 2%。

在 1991 年 3 月见底之后，经济出现了一次"无就业复苏"。就业增长从负值开始上升，但其间经历了两次反复：一次在 1991 年底，另一次则在 1992 年秋（参见图 14－7）。到 1992 年 4 月之前，就业增长率都没有显著高于零。1992 年 6 月，失业率达到 7.7% 的最高值。1992 年 10 月，联邦基金利率降至 3%，并一直保持到 1994 年初。在战后诸多复苏中，1991 年的经济复苏尤其脆弱（参见图 15－2）。与之相比，之前的四次（战后）复苏（不包括 1957 年和 1980 年两次持续时间过短的复苏），在包括经济见底年份在内的三年复苏期间，实际 GDP 年增长率约为 5%，而在 1992 年至 1994 年间，仅为 3.6%。

尽管经济复苏疲弱，但当通胀在 1993 年前四个月中有所回升时，FOMC 遭遇了一次还算温和的通胀恐慌。核心 CPI 通胀从 1992 年下半年的 2.9% 上升到了 4.5%。债券收益率曾在 3 月初跌到 6.7%，但在 5 月下旬又反弹到 7%。在 5 月的例会上，FOMC 决定维持 3% 的联邦基金利率不变，但发布了一个偏向紧缩的对称性指令。格林斯潘（美国国会，1993 年 7 月 20 日，第 47～49 页）提醒道：

> 由于市场对通胀高度敏感……在放松货币政策时，我们须审慎监控，并循序渐进地实施……在通胀过程中，预期至关重要。即使是不被经济基本面所支持的预期，也能在一段时期内给工资和价格造成显著压力，并有延缓经济增长的潜在可能……FOMC 担心，通胀预期和价格压力在得到控制之前，可能会提高长期利率并影响经济扩张。

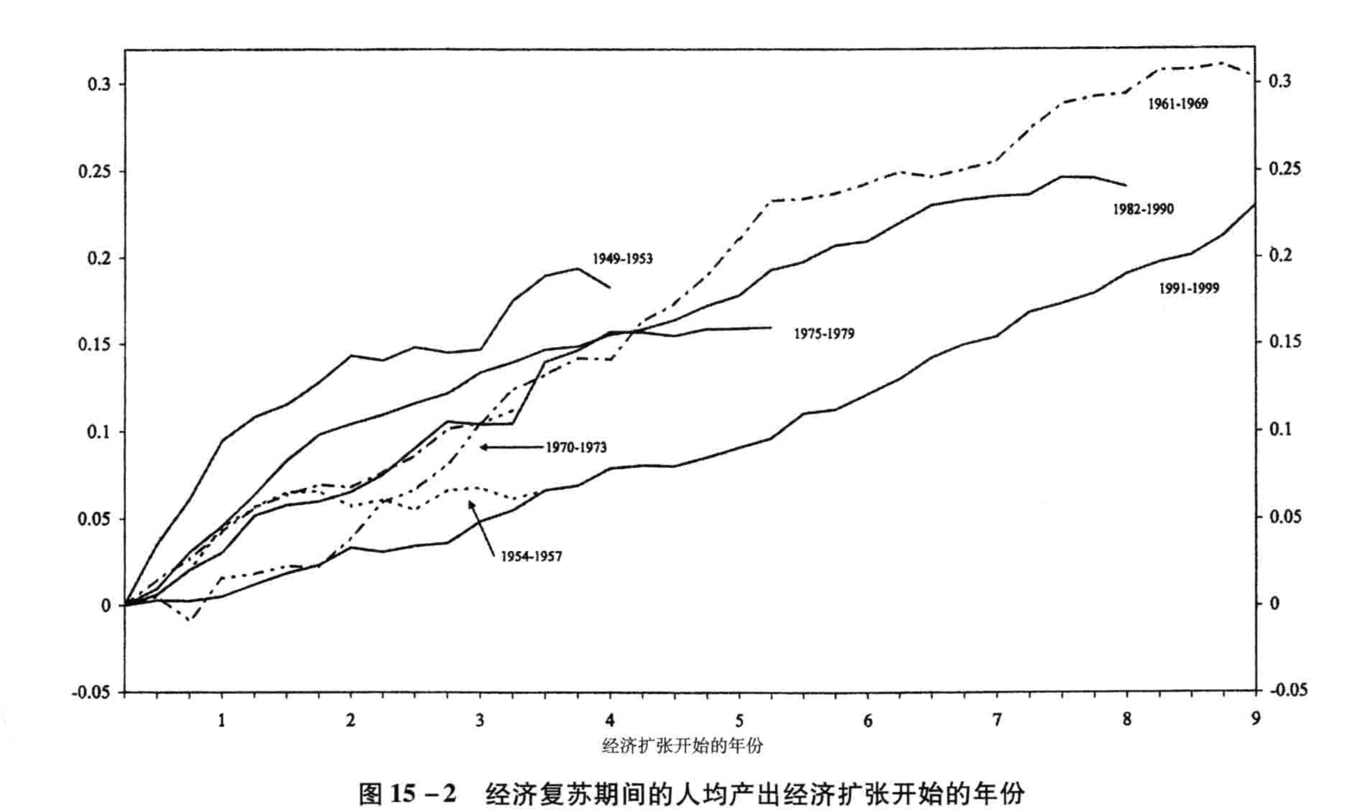


图 15－2　经济复苏期间的人均产出经济扩张开始的年份

注：用实际人均 GDP 的对数除以 NBER 经济底部数据之后，得到的标准化值。本图忽略了 1957 年和 1980 年两次过短的复苏。

后来，CPI走势趋向缓和，债券收益率在6月中旬后也开始下降，联邦基金利率则维持了3%。

四　1994年的通胀恐慌

1994年，经济复苏加速再次考验了FOMC稳定物价的决心。到1993年9月时，经济增长一开始趋于强劲，债券收益率也随之攀升（参见图14－3）。在联邦基金利率不变的情况下，短期实际利率开始下跌，1993年9月至1994年2月期间的平均水平仅为0.2%（参见图8－3）。在2月例会之前，一些成员就建议将联邦基金利率调高0.5个百分点，但格林斯潘执意谨慎地行事。[12]1994年初，格林斯潘（美联储理事会，会议纪要1994年2月4日，第55页）反对大幅上调联邦基金利率：

> 经济增长率不回落的可能性非常小，因为促成目前高增长的很多因素都是一次性的——比如，住房建设大幅上升和汽车销售大幅增加，等等……我从1948年开始就从事经济预测行业，从1948年就开始在华尔街摸爬滚打。我跟你们说——这些市场情况我都见识过——现在还不是做这个决定（将联邦基金利率提高50个基点）的时候。

结果，经济增长并未随美联储的小幅加息而有所“回落”。在2月和3月的例会上，FOMC各加息0.25个百分点。从1994年春末起，FOMC开始更坚决地上调联邦基金利率，在一系列加息之后，联邦基金利率在1995年2月时上升到6%——是周期底部时（3%）的两倍。

1994 年，显示资源压力程度的各项指标全线飘红。产能利用率从 1993 年中期的略超 80%，上升到 1994 年底的 85%。供应商绩效指数（ISM 交付时间指数）从 1993 年的 51 左右升至年末的 65。经济预测领域有一个共识，如果失业率下降到 6%（自然失业率）以下，劳动成本将会开始上涨。1994 年 5 月，绿皮书出人意料地明确给出一个自然失业率数值——6.5%。但随着失业率从 1994 年 1 季度的 6.6% 下跌到 1994 年 3 季度的 5.6%，经济增长显然已突破了这个临界值。

金融市场继续担心，美联储会放手让通胀重演。花旗银行的《经济周刊》（1994 年 6 月 13 日）写道："产能利用率……继续逼近 85%，而这一水平通常是通胀加速的临界点……经济的剩余产能到年底就会用尽……通胀……很快就会开始升温。"

1993 年 10 月 15 日，30 年期债券收益率达到 5.8% 的低点，而到 1994 年 11 月 4 日时，已回升至 8.2%。在 1994 年 2 月和 3 月的例会上，FOMC 先后两次加息 0.25 个百分点，将联邦基金利率从 3% 提升至 3.5%。债券收益率在 1994 年大部分时间中大幅上涨，说明市场认为，FOMC 在抑制通胀压力上不够积极。有鉴于此，格林斯潘放弃了他标志性的 0.25 个百分点加息的节奏，在 1994 年 5 月例会后，一次性加息 0.75 个百分点；8 月例会，加息 0.5；9 月例会上调 0.75；1995 年 2 月例会后，再次上调 0.5。1994 年，FOMC 在做出加息决策时，并不以通胀率实际上涨为依据。事实上，在 1993 年到 1994 年间，CPI 通胀率甚至从 3% 降到了 2.6%。也正因为此，这种加息模式被称为"先发式打击"。[13]与之相对，格林斯潘（美国国会，1994 年 2 月 22 日，第 12 页）则把通胀上升后才提

高联邦基金利率的决策模式，比喻为“后顾式调整”。

对于格林斯潘来说（美国国会，1994年6月22日，第11～12页、23页），经济增长超过趋势值和通胀预期紧密相关，意味着美联储在重建政策可信度上遭遇了失败：

> 长期利率上升，部分是因为对通胀率上升……的预期。二战以后……市场紧张和通胀预期的关联性越来越强……长期利率仍包含有较高的通胀溢价，市场仍存有疑虑……担心美国的财政和货币政策可能带来通货膨胀……走到今天的地步，我们在扭转通胀方面付出的代价不菲，不允许预期再度抬头其对我们至关重要。

五　可信度

在1990年的经济衰退中，FOMC降息的步调相对迟缓，对名义支出增长形成了抑制。而到1994年，随经济开始强劲扩张，FOMC则大幅调高联邦基金利率，以限制名义支出增长，抵消了通胀预期的上升。在1990年经济衰退期间，美联储在经济复苏期间有意抑制支出增长，并在1994年采取了政策紧缩，所有这些，为后来的通货膨胀下降创造了条件。从1995年至1996年，通货膨胀率从2.3%跌至1.9%。与此同时，实际GDP增长率则从2.3%升至3.4%。

从图15－1可以看到，在1996年，实际增长与通货膨胀的组合开始往好的方向发展。[14]与此同时，名义支出增长稳定在5.5%左右的水平。通胀预期行为是理解上述变化的关键。正如图15－1所

示，这十年中的前五年，要实现债券收益率温和下降，需要将经济复苏期间的增长压低在平均水平之下。1994 年，债券收益率随实际增长率上升而上升。与之相反，从 1996 年开始，在实际增长率上升时，债券利率却持续下跌。1994 年，30 年期债券收益率平均为 7.4%，到 1998 年降到了 5.6%。图 15－1 中，柱状线下半部为全球洞察预测做出的通胀预测数据，[15]在 1991 年至 1995 年间，这一预测的平均值为 2.9%，之后在 1996 年、1997 年和 1998 年，分别下降到了 2.4%、2.2% 和 1.9%。在这十年结束时，金融市场已不再把经济快速增长和通货膨胀联系在一起，美联储最终战胜了“债市义勇军”。

第十六章　国际救助与道德风险

1995 年，美国财政部牵头组织，由国际货币基金组织（IMF）出面对墨西哥投资者进行的救助，埋下了一连串后来的风险隐患。这次救助，让跨国银行节省了一大笔本应用于覆盖墨西哥违约损失的资金，转而大量投资于美国贸易伙伴的短期债务，这成为了亚洲危机的肇端。在向亚洲银行提供贷款时，这些跨国银行就像在做稳妥的单向下注赌博，丝毫没有关注可能的风险，而在货币贬值引发破产风潮并危及国际金融安全时，又毫不犹豫地逃离。公开市场委员会（FOMC）以扩张性政策来应对亚洲金融危机，但这加剧了资产价格不可持续地上涨。被严重高估的股票市场最终崩溃，并迎来了 2000 年的经济衰退。

一　救助墨西哥

1994 年末，由于墨西哥政府不愿意让本币大幅贬值，以适应国内的通货膨胀，结果导致比索汇率被高估。从 1991 年 1 季度至

1994年3季度，墨西哥的CPI指数翻了一番。同一时期，美国的物价水平上涨了18%，美元兑比索的汇价则上升了30%，两项之和为48%，只相当于墨西哥物价涨幅的一半。这意味着在1994年底，在墨西哥人眼中，美国商品比90年代初便宜了50%。[①]也正因为此，墨西哥人开始了一轮在美国的疯狂抢购。

墨西哥如何去维持汇率高估呢？或者换句话说，墨西哥是怎样为其贸易赤字获得融资的呢？一方面，墨西哥通过抛售中央银行的美元储备来维持比索的汇率。另一方面，则是引入外资。在1991年至1993年间，大规模的资本涌入为墨西哥提供了便利。北美自由贸易区协议的签订，加上相对低的工资水平，使墨西哥成了一个极具吸引力的投资目的地。但之后，墨西哥开始麻烦不断。1994年1月，恰帕斯州发生暴乱，而在3月，参选总统的革命制度党（PRI）总书记克罗修遇刺，所有这些，让外国投资者对比索稳定性的担忧与日俱增。

政府本可以任由比索贬值，但比索贬值超过一定程度会违反与工会之间的协定（与工会达成的工资协议），[②]而政府又不愿在8月选举之前重启工资谈判。通过美联储和美国财政部以货币互换方式提供的贷款支持，墨西哥将比索贬值控制在了协定允许的限度内。具体方法是对投资者的汇率风险提供保险。在当时，外国投资者的主要投资对象是短期金融工具，而不是股权投资或是长期债券。共同基金则将其份额出售给大量被新兴市场高回报率所吸引的国内投资者。一开始，共同基金主要将资金配置于墨西哥国库券（译者注：Cetes，以比索标价的政府债券）。而到1994年早期，为加大吸引外国资金的力度，墨西哥政府停止了Cetes，转而发行与美元挂

钩的“特索博诺斯”（译者注：Tesobonos，以美元偿还的短期债务工具）。

由于上述这些努力，投资者们仍旧愿意继续持有墨西哥债券。从 1988 年到 1994 年，墨西哥银行业借入的短期美元债务规模从 86 亿美元上升到 248 亿美元（奥尔巴赫，1997 年，第 3 页）。1994 年，墨西哥政府发行了 280 亿美元的“特索博诺斯”，以支撑其贸易赤字，同时避免了比索在选举前的贬值。这种汇率高估虽然可以短期维持，但大幅下跌始终不可避免（当时一个著名的评论认为，墨西哥央行赢得了选举，但失去了比索）。而对投资者而言，实际上不过是把汇率风险换成了违约风险，形式虽有变化，风险程度并未降低。1994 年 8 月大选后，墨西哥继续拒绝贬值，以维护前总统萨利纳斯的声誉，助力其参选世贸组织首脑。

当违约的形势日趋明确，投资者开始夺路而逃，比索在 1994 年 12 月暴跌崩盘。[③]通过与美联储和美国财政部的互换安排，墨西哥政府帮一些投资者在境外找回了一些补偿。但美元计值的债务规模过于庞大，仅凭互换安排难以为继。为此，财政部和美联储开始尝试组织一次大型的国际贷款。

核心的问题是，谁为墨西哥人在比索高估时的过度花销埋单？最开始，是短期资本流入为从美国的进口提供了融资，但后来，这部分“热钱”想撤离。面对这种情况，有两个可供选择的方案：一是对“特索博诺斯”实行部分违约，将其强制转换为比索计价的长期、低利率债券。这意味着，那些在进口飙升时涌入的投资者，需要为墨西哥的超额花销负责。二是由墨西哥国内的纳税人承担。如果在美国提供担保的情况下，墨西哥政府能借到足够的资金来偿付

“特索博诺斯”，其纳税人将会成为超额花销的最终承担者。

当时，还有很多墨西哥银行发行由美元计价的债务。在比索贬值的情况下，资产的美元价值相对负债大幅缩水，一些银行陷入清偿危机。此外，房地产价格迅速下跌，也对银行造成了打击。恐慌的储蓄者纷纷提取存款，银行体系就此陷入崩溃。如果像委内瑞拉一样，用通过印钞来救助银行和存款人，墨西哥将陷入通货膨胀失控的境地。

在IMF和其他富裕国家的帮助下，美国组织了一个计划，以救助持有美元计价墨西哥债务的投资人。考虑到墨西哥的要价能力，出现这样的结果并不让人意外。墨西哥的政治、经济不稳可能造成向美国的大规模移民，而且，在释放毒枭等问题上，墨西哥也有要挟美国的筹码。此外，克林顿总统还要防止《北美自由贸易协定》瓦解。

在国会对《北美自由贸易协定》投票表决之前，财政部已于1993年10月制订了一个应急计划。财政部担心，如果《北美自由贸易协定》被国会否决，墨西哥的资本外流将会加速。应急计划的主要内容是，由美国和欧洲国家央行联合提供120亿美元的贷款额度，美国承担其中的一半。在美国承诺的60亿美元贷款中，有一半是美联储临时性提高对墨西哥的互换规模（从7亿美元增加到30亿美元）。[④]当然，由于《北美自由贸易协定》顺利通过，这个应急计划也没有被实际启动。

国会批准了《北美自由贸易协定》，而墨西哥在当时也没有使用互换安排。1994年3月时，为应对克罗修遇刺，FOMC将互换额度临时提高至60亿美元。1994年8月，墨西哥总统选举前2周，

FOMC 再次将互换额度临时调至 60 亿美元。这一次，日本也加入进来。墨西哥仍没有动用这些互换额度。到 1994 年 12 月，墨西哥的外汇储备因资本外逃而耗尽，不得不放弃对美元的钉住，比索汇率直线下挫。

1995 年 1 月 31 日，克林顿和国会领导人公布了一个 478 亿美元的墨西哥救助计划，其中 200 亿美元来自美国，178 亿美元来自 IMF，G－7 国家中央银行则通过国际清算银行（BIS）提供 100 亿美元。[5]美联储的任务则是把美国对墨西哥提供的资金增加到 260 亿美元，为此，FOMC 将与墨西哥的互换额度调回到 60 亿美元，此外，还将外汇平准基金（ESF）随时可提供的日元和德国马克额度提高至 200 亿美元。墨西哥先后多次使用互换安排和外汇平准基金。[6]尽管在此之前，比如在 1988 年总统选举后，美联储也曾通过互换机制向墨西哥提供贷款，但 1995 年的安排，不论是规模还是期限都前所未有。之前的互换贷款都没有超过 10 亿美元，而且，墨西哥基本都在 6 个月内进行了偿还。

这一场救助，让那些持有短期、美元计价墨西哥债券的外国投资者，毫发无损地逃离了险境。这产生了两个后果：一是拖累了墨西哥纳税人，使其承担了挽救墨西哥银行系统的高昂成本——1998 年 12 月所耗费的资金为 600 亿美元（相当于墨西哥 GDP 的 15%）；二是开了一个先例，即在战略伙伴的银行体系出现对外偿付危机时，美国不会撒手不管。[7]

二　道德风险

1997 年 7 月 2 日，泰国宣布泰铢贬值。随后的一连串事件，席

卷了整个国际金融体系。在没有明显预警的情况下，看起来欣欣向荣的亚洲各国瞬间崩塌。主流观点将危机归咎于投资者的羊群效应。但作为经营风险的行业，跨国银行为何会在对亚洲银行体系所知甚少的情况下放贷？后来又为什么同时想逃离？IMF 救助所制造的道德风险，提供了部分的答案。

1995 年 2 月初，IMF 对墨西哥的国际投资者进行了救助，而就在那一年，流向亚洲银行的资金规模大幅上升。大型货币中心银行（译者注：通常指大型跨国银行）坚信，美国和其他 G－7 国家会通过 IMF 来阻止那些具有战略重要性的国家发生金融危机。1998 年 10 月 8 日至 10 日在芝加哥，IMF 和芝加哥储备银行联合主办了一次有关亚洲危机的研讨。德国联邦银行的董事赫尔穆特·希伯在会上发言，德意志联邦银行曾询问过德国的银行，为何向太平洋地区发放这么多贷款，这些银行的回答是，它们相信 IMF 会在有麻烦时出手相救（作者笔录）。

在美国的号召下，G－7 国家在墨西哥危机之后总结认为 IMF 需要更多的资金。在 1995 年和 1996 年的 G－7 峰会上，参与国就 IMF 增资和建立更快速的紧急贷款决策机制达成了一致，同意把各成员国的配额提高 45%，由此将 IMF 的资本增加到 2850 亿美元。此外，还同意在“一般借款安排”之外，创立一个新的总额为 210 亿美元的借贷机制（所谓“新借款安排”）。上述两个部分追加资金中，美国所承担的金额分别为 144 亿美元和 35 亿美元。在 IMF 后来的救助中，实际贷款额度远超上述设想。在亚洲金融危机期间，韩国获得的救助规模为 582 亿美元，印尼为 477 亿美元，巴西为 410 亿美元，俄罗斯为 226 亿美元，泰国则获得了 172 亿美元的

救助。

从1977年到1989年，每年流向亚洲新兴市场的资金平均在160亿美元左右。在1990年至1994年期间，这一数字上升至400亿美元。1995年至1996年，飙升到每年1030亿美元，之后在1997年，大幅下降到仅139亿美元（参见IMF，1995年，第33页；1998年，第13页）。大银行是资金流动剧烈转向的主要原因。1993年至1997年期间，机构投资者的组合投资年均在150亿美元左右，外国直接投资则年均100亿美元左右，均比较稳定。而在1990年至1994年期间，外国银行流入印尼、韩国、马来西亚、菲律宾和泰国的资金规模，年均在160亿美元。之后，在1995年和1996年的大部分时间中，增加到580亿美元，而在1996年4季度和1997年大部分时间中，又大幅下降到220亿美元。在1997年4季度和1998年1季度，外国银行撤回了750亿美元以上的资金。[8]以泰国为例，在1995年12月到1996年6月期间，外国银行发放的短期信贷增加了35%。而在1997年6月到1997年12月，又下跌了差不多35%（世界银行，1998年，第161页）。[9]

IMF把自己对墨西哥的援助定位为应对金融恐慌。和在亚洲一样，IMF在墨西哥的战略是通过宣布规模巨大的救助计划，来确保投资者相信可以再次安全地对这个国家进行投资。为稳定投资者信心，IMF不得不保护外国银行，使之免于巨额亏损。与此同时，IMF以不提供贷款为要挟（如果一国出现债务违约，IMF将不会向该国提供贷款），迫使债务国履行偿付义务。在这种情况下，银行有很充足的理由相信，自己会在债务违约时得到救助。[10]克鲁格（1998年，第2014页）曾写道："这样的想法看起来很有道理。特

别是在墨西哥危机之后，银行家们开始相信，IMF 总会选择救助，因此觉得没有太大必要去关注‘每个国家’的经济政策。”格林斯潘（1998 年 5 月 7 日，第 4 页）说道：“我早就指出，银行间的跨境融资可能是国际金融体系的阿喀琉斯之踵。债权银行希望对银行（特别是新兴经济体的银行）的贷款能得到安全网的保护，进而把这些借款在本质上看成了主权债务。”

此外，在要求本国政府向债务国施压以保障贷款安全方面，银行也是手眼通天。IMF 在救助一个国家时，必须稳住跨国银行；否则，报纸可能会把 IMF 的贷款渲染成大规模的银行救助。在救助韩国时，政府官员和监管者就恳请跨国银行不要抽逃资金。《纽约时报》（1998 年 1 月 2 日）报道：“财政部部长罗伯特·鲁宾对银行很强硬，私下召集了最大几家银行的首席执行官，提醒他们注意，美国政府希望看到韩国渡过经济难关。”其他国家的银行监管者也如法炮制（《华尔街日报》，1997 年 12 月 31 日）。

三　亚洲危机

亚洲四小虎的经济奇迹，源自于出口导向的发展战略。在出口带动之下，先后都经历了异常快速的增长。同时，通过贸易开放，这些国家部分建立起了自由市场经济。但在危机发生时，它们还没有引入竞争性的资本市场和金融体系。

A. 不许失败的政策

大多数东亚国家都仿效了日本的主银行制度。二战之后，日本国际贸易产业部（MITI）和大藏省的官员对信贷实行分配，偏向支持推进国家目标（特别是出口）的企业。由于没有资本市场的竞

争，政府可以把存款利率控制在较低水平，并借此向偏好的企业提供廉价资金。此外，在“护航舰队体制”下，银行会让问题企业继续运转，直到政府和其他企业能够组织救助为止，通常都不会破产和裁员。在日本的这种体系中，银行存在的目的是把廉价的资金引导向受支持的行业，而不是在企业中进行择优分配。而且，这种体制也更鼓励债务融资（而不是股权融资）。因为受政府的保护而无倒闭之虞，大型集团在融资时会更愿意借债，而不是发行股权。1996 年，一些韩国制造企业的债务/股本比超过了 300%，是美国平均水平的三倍。

上述这种体制也容易滋生腐败。以韩国为例，1997 年，韩宝钢铁的董事长在企业濒临破产时，花了好几亿美元来贿赂官员，试图获取廉价的银行贷款（《纽约时报》，1998 年 1 月 4 日）。此外，这种金融体系也导致了对大规模制造设施的过度投资，因其缺乏根据国际比较优势变化来重新分配资源的能力。银行不能取消抵押品赎回权和迫使客户破产，因为这可能导致失业，并损及自己的社会声誉。这种体系倾向于维持现状，而不是推动经济从制造业向服务业升级。鼓励增长但又不要求赢利，亚洲金融体系由此变成了引发灾难的引擎。

B. 汇率高估的崩塌

亚洲货币与美元的脱钩放大了危机的程度。诸多因素导致了亚洲小虎的汇率高估。随着日本在 1997 年夏步入衰退，东南亚各国对其出口明显下降。而在 90 年代上半期，美元贬值使各国的出口竞争异常激烈。从 1995 年起，由于美元开始升值，出口竞争有所缓和。但与此同时，中国的崛起对这些国家的主导行业形成了重大

的挑战，而欧洲增长缓慢，也导致对消费电子产品的需求有所减少。

亚洲小虎们的央行选择动用外汇储备来维持汇率高估，而不是用货币紧缩来推动加以调整。一开始，这些央行对损失一直讳莫如深，直到外汇储备消耗殆尽。在市场紧逼之下，汇率急剧贬值。在允许货币自由浮动时，泰国央行已为维持美元钉住消耗了600亿美元。贬值引发了一场完美风暴。在没有进行套期保值的情况下，亚洲的企业和银行借入了大量的低息美元债务，并形成了严重的货币错配。本币贬值使很多企业和银行变得资不抵债，金融和经济的崩溃由此蔓延开去。

危机暴露出来一种基于人际关系的信贷分配模式。在这种模式下，银行体系无法通过终止贷款，来把无力偿付债务的企业清理出局。在亚洲采纳西方技术而实现高速增长的时期，金融机制的这种筛选功能显得有些无足轻重。但是，在经历了长时期的发展后，亚洲各国不可避免地需要针对经济减速做出调整，开始从重工业向服务主导的经济结构转型。到这时，既有银行体系赢利能力低，腐败及其不能高效率地配置资源等缺陷便充分暴露出来，并最终导致了一场灾难性的崩溃。

最开始，没有一个国家能就申请IMF援助达成政治上的共识，因为IMF的援助计划明确要求实施结构性改革和财政紧缩计划。而同时，越来越多的迹象表明，救助银行的成本将占到GDP很大的一部分。之前，由于政府的隐性担保，投资者还能容忍大企业集团的高债务水平，但此时，这种担保看起来岌岌可危。出于对失去安全网的担心，投资者开始大举出逃，温和贬值变成了剧烈贬值，也

将银行和企业未对冲的美元债务头寸彻底暴露于风险之下。

固定汇率制度和IMF的救助产生了相似的错误激励，前者导致了投资者的单向下注，后者则是为首先脱逃者提供奖励。每个大银行在放款时，都假设自己将率先逃离险境。但问题是，当一家银行想出逃时，所有银行都会蜂拥而出。大众媒体对“羊群效应”津津乐道，但事实上，这都是投资者在不当激励下做出的理性选择。

C. 有条件的国际货币基金借款

1997年11月在马尼拉，财政部副部长劳伦斯·萨默斯概述了美国和IMF处理亚洲危机的方案：作为获取贷款的条件，IMF将要求各国实施严厉的改革计划（《金融时报》，1998年1月2日）。强有力的改革计划将有助于说服投资者留在发生危机的国家，这样，IMF和G－7的钱就不会只是用于简单的救助。不过，IMF用未来的改革承诺取信投资者的惯用做法，在亚洲并不奏效。因为对亚洲各国的改革来说，用市场约束来替代政治裙带，远比财政纪律更加重要。投资者对政治动荡和街头暴乱的担忧，远远超过对改革承诺的关注。经济上的混乱，更加折射出亚洲各国在破产法和独立法院系统方面的缺失，无法将资产让渡给外国投资人。

IMF的方法很快就在韩国碰了钉子。韩国拒绝了IMF在12月3日提出的570亿美元救助计划，韩元因此继续贬值。之后，IMF再次向韩国提出了贷款计划，并不再将其与改革实施绑在一起。IMF之所以放低身段，主要是怕因韩国商业银行违约而招致抨击。不过，把避免私营银行损失放在优先位置，意味着IMF无法为其贷款设置附加条件，也就无力促使外国债权人进行债务重组，并承担部分损失。

1997 年 10 月 8 日，IMF、亚洲发展银行和世界银行联合向印尼提供了 370 亿美元的救助计划。IMF 曾假定，以可信的改革承诺来换取救助，可以恢复投资者的信心。对印尼的救助，为 IMF 上述假定提供了一个很好的检验。“IMF 和世界银行的官员承认，他们希望投资者在改革计划宣布后，能重燃对印尼卢比的信心”（《华盛顿邮报》，1998 年 1 月 17 日）。然而，当受援者是西方的战略同盟时，IMF 的谈判能力一向都很有限。在解释美国向印尼提供的 30 亿美元贷款时，财政部部长鲁宾（《纽约时报》，1997 年 11 月 1 日）称：“世界范围内的金融稳定，对美国的国家安全和经济利益至关重要。”印尼不仅控制着战略要冲马六甲海峡（译者注：原文为 Straits of Molucca，疑有误），还有臭名昭著的暴乱历史。1965 年，苏哈托发动军事政变推翻了前任总统苏加诺，之后印尼陷入严重动乱，估计有五十万人死亡（译者注：这次动乱始于反共，后来演变为针对华人的屠杀）。[11]

此外，印尼的经济改革也会伤及其政治体制。“IMF 好像没有完全意识到，关闭银行和消除垄断将在多大程度上影响苏哈托总统的政治基础。显然，苏哈托及其伙伴不会愿意信守那三个环环相扣的改革承诺”（梅林，1998 年，第 86 页）。在救助处于危机中的盟友时，不管是停止贷款，还是要求外国投资者承担损失，IMF 均不能做出令人置信的承诺。作为 IMF 在墨西哥之后的第一次行动，《华尔街日报》（1997 年 9 月 19 日）对泰国救助计划做出了如下解释：

> 一位政府专家把当下的形势和绑匪索要赎金时两难困局作

比……可能……建立一个绝不支付赎金的强硬政策，是最好的策略。但真要有人被绑架了，恐怕就不能……采用那样的政策。在财政部官员的心目中，救助墨西哥和泰国远比惩罚投资者要来的重要。

四　俄罗斯危机

1998 年 5 月下旬，在亚洲危机的阴影之下，投资者对俄罗斯债券的信心也开始动摇。俄罗斯总理基里延科的政治影响力有限，难以在平衡预算方面迫使杜马就范，只能通过拖欠国企的工资来压缩支出。不过，面对煤矿工人大罢工，政府不得不承诺补偿这些收入。俄罗斯杜马基本被工业寡头所控制，拒绝强令企业缴纳税款。而在此时，石油价格一路下跌，将俄罗斯经济推到了崩溃边缘。

1998 年 7 月 10 日，俄罗斯总统鲍里斯·叶利钦向克林顿求助。财政部副部长萨默斯和利普顿与 G－7 国家的相关人士一起，组织了对俄罗斯的额外救助计划（梅林，1998 年，第 90 页）。7 月 20 日，IMF 在已有的 143 亿美元之外，又批准了 112 亿美元的救助款项。在这个额外救助的声明中，IMF 指出："遗憾的是，在个人所得税政策方面，短期内可能还得不到议会的支持。"（国际货币基金，1998 年 8 月 3 日，第 1 页）

部分外国投资者，被俄罗斯国债高达 90% 的收益率所吸引，继续为其政府赤字融资。他们断定西方不会放手让俄罗斯对外债违约（"太具重要性而不能倒"）。但事与愿违，俄罗斯很快就用光了 IMF 提供的 50 亿美元初始资金。由于不同意实施配套改革，俄罗

斯追加资金的要求遭到了西方的拒绝。8 月 13 日，乔治·索罗斯发起了对卢布的攻击，卢布汇率大幅走跌，俄罗斯股市和债市应声下挫。8 月 17 日，俄罗斯联邦银行宣布卢布贬值，并下令俄国银行延期 90 天偿还对外债务，包括 500 亿美元即将到期的远期合约。8 月 23 日，叶利钦炒掉了力主改革的总理，并让切尔诺梅尔金重新上位。切尔诺梅尔金作风保守，在 90 年代初期担任总理时，就一直在改革问题上裹足不前。8 月 26 日，俄罗斯宣布暂停外汇交易。

在中央银行停止干预外汇市场后，卢布汇率大幅下跌，市场愈发清楚地认识到，俄罗斯银行将无力偿付美元计价的债务。与此同时，俄罗斯政府还修改了游戏规则，使投资者无法控制违约银行的资产（《欧洲货币》，1998 年，第 58 页；《金融时报》，1998 年 8 月 28 日，第 3 版）。俄罗斯央行允许银行缩减资本，这样一来，就不会给违约执行留下什么资产。俄罗斯延期偿付债务给全球金融市场投下了一记重磅炸弹，到 8 月 31 日时，道琼斯工业平均指数（DJIA）从 7 月 17 日的最高点下跌了 20%，摩根士丹利国际资本指数（MSCI Index）在 8 月份下跌了 13.4%。9 月，日经指数（Nikkei）跌到了 12 年中的最低点。10 月，在强烈避险需求的推动之下，30 年期美国国债收益率到 10 月降到了 4.7% 的低位。

对投资者而言，世界范围内的风险突然大增。“90 年代不断流入新兴经济体的巨额资金，正以史无前例的速度……流出。在资金流入时，（财政部部长）说，这是因为‘投资者日渐放松的风险意识’。现在他们走向另一个极端，认为到处都是风险。”（《里士满时讯报》，1998 年 9 月 6 日）投资者们开始逃离风险，尤其是新兴市场的风险。1998 年 1 月至 7 月借给新兴市场国家的资金总计达到

630 亿美元，但到 8 月几乎就陷入停止，其规模从 1997 年 8 月的 110 亿美元跌到了 1998 年 8 月的 26 亿美元。（《华尔街日报》，1998 年 9 月 8 日）。

考虑到俄罗斯与世界经济的关联度不高，全球市场的反应看起来很不理性。俄罗斯的经济体量与荷兰相当，在美国的出口总额中占比不到 1%。外国人投资者持有的俄罗斯资产，也只是绝对值比较大而已，据国际金融研究所（IIF）估计，外债和所持股权在 2000 亿美元左右（《金融时报》，1998 年 8 月 28 日，第 3 页）。市场对俄罗斯债务违约反应如此强烈，更多是因为投资人的恐慌，突然之间觉得世界充满危险。

富裕国家没有提供必要的金融救助，来支持那些对世界安全具有战略重要性的国家的经济继续运转。这种不作为，反映了各国在领导力上的缺失。德国民调显示，格哈德·施罗德可能在 9 月的选举中击败现任总理科尔。而俄国总统叶利钦，每逢危机就会跑到乡下度假。日本首相小渊惠三年纪偏大，也没有金融方面的经验，所有人都认为其不会在位太久。全世界都寄希望于美国，但也只看到了一个弱势的总统，克林顿没能说服国会赋予其进行快速贸易谈判或资助联合国的权力，而且，当时还深陷与莫妮卡·莱温斯基的丑闻。

克林顿的弱势使政府无力说服共和党把控的国会，以增加 IMF 的资本金。面对 1998 年资本流动的剧烈震荡，IMF 已缺乏足够可动用的资源。此外，日本在 1997 年秋接手 IMF 向泰国等亚洲国家提供贷款，但之后，很快因其国内银行体系资本匮乏而无力他顾。从 1991 年起，德国政府为本国银行的 300 亿美元贷款提供了担保，

给予俄罗斯很大的帮助。然而，在反对派社会民主党把担保变为一个政治问题后，类似的支持也无法继续。

投资者购买俄国政府债，只是因为西方世界所提供的各种担保。当担保戛然而止，世界金融市场便陷入一片混乱。

五　总结性评论

随着1989年柏林墙倒塌，自由市场和资本自由流动的信念获得了最终的胜利。不过，直到1998年，有关贸易保护和资本管制的争论还一直在持续，问题的焦点主要集中在投资者的不理性行为上。支持市场不理性假设的人，援引三个现象作为证据。一是亚洲金融市场上资产价值的突然、猛烈下跌。比如，印尼盾曾在很短时间内贬值80%。二是市场反应过度，比如亚洲股市大跌之后的暴涨。三是危机的传染性。从泰国动荡开始，就像多米诺骨牌一样，印尼、马来西亚、韩国和俄国的市场相继崩溃。

不过，在我们看来，市场不理性并非1997年亚洲金融危机的根源，其实质是由于新兴市场经济体政府不容失败的金融政策，以及IMF的信贷承诺，共同诱发了严重的道德风险。而美联储的政策应对，助推了美国股市的大涨，加剧了资本市场的动荡。

附录：铸币税和信贷分配

在某种意义上，中央银行可以通过铸币税来参与财政政策（预算外税收和支出）（赫泽尔，1996年）。所谓铸币税，即是通过发行货币来将资源转移到政府手中。要理解政府如何获得铸币税，可以考虑这样一个例子：美联储从公众手中购买了一张政府债券，与

此同时，财政部也向公众出售了一张政府债券。这样一来，公众手中的未清偿债券余额没有变化，但财政部在美联储的存款账户中却多了一笔可动用的资金。在政府花掉这笔钱时，就能实现通过铸币税获取的实际收益。在上述过程中，通过发行纸币或银行准备金（纸币的电子等价物），政府得到了实际的资源。而作为结果，美联储持有的政府债券规模会随之增加。在一段时间后，美联储会向政府返还从这些债券得到的利息收入。政府将这些返还作为财政收入的一部分予以确认，并形成铸币税的备案记录。

上述确认铸币税收入的过程与传统簿记方式并无二致，但异常重要。在这种簿记流程下，美联储可以先将持有政府债券获得的利息支付确认为自己的收入。这样一来，美联储在财务上就无须依赖政府拨款来维持运作。而此外，也能明确地将铸币税反映为政府收入的一部分，可以接受民主监督，并由国会通过拨款程序来决定其最终用途。

簿记方式为美联储的独立性提供了坚实的基础，也正因为此，政府账目通常将美联储当成公众部门来对待。不过，要准确估算政府的财政活动，通常还是需要把财政部和美联储的资产负债表进行并表。因为美联储最终需要把得到的政府债券利息收入（超过其运营成本的部分）交还给财政部。从政府的角度看，支付给美联储的利息不过是左口袋出、右口袋进。对实现财政政策目标而言，是财政部还是美联储向公众出售债券，在本质上并无差别。不管采用哪种方式，政府债务都会相应增长，为偿还这些债务的利息，政府都需要在未来提高税收或削减支出。换句话说，美联储能像财政部一样实施财政政策。让我们来看下面这个例子。

美联储可以向出现偿付问题的银行提供贴现窗贷款。比如，在1984年，美联储向大陆伊利诺伊银行提供了70亿美元以上的贴现窗贷款，占该银行未投保存款的85%。作为对冲，美联储同时卖出了部分政府债券，以维持银行业整体准备金水平不变。从某种意义上讲，美联储上述操作是在不产生任何货币政策后果的情况下，实施了一次财政救助，而公众（非美联储）持有的政府债券增加。通过调整资产组合结构，美联储有能力参与财政政策，在上面这个案例中，采取的形式是信贷分配。[12]

接下来这个例子是美联储购买财政部外汇平准基金（ESF）的资产，采取的形式是直接货币化。ESF的资产主要是特别提款权（SDRs）和外汇。[13]在向ESF购买资产时，美联储会贷记财政部在纽约联储开立的存款账户。而当财政部花掉新增存款时，银行体系的准备金总量随之增加。作为对冲，美联储需要卖出部分政府债券。最后的结果是，美联储总资产规模不变，但资产组合中的政府债券减少而特别提款权或外汇资产增加。[14]公众（非美联储）持有的政府债券增加，而与此同时，美联储会为外汇平准基金补充了新的干预资金。

铸币税的存在也使美联储可以对外借款。以美联储和外国央行之间的互换为例。在与墨西哥央行的互换中，美联储接受用比索存款交换美元存款，然后用这些比索存款投资于比索计值的证券。当墨西哥动用其获得的美元时，美国银行业的准备金将会增加。作为对冲，美联储会卖掉一些政府债券。最后的结果是，美联储用比索计值的证券代替了用美元计值的证券，但总资产规模不变。公众（非美联储）持有的政府债券则会增加。[15]

1962年，为在不提高利率的情况下维持固定汇率，美联储与一

些外国央行建立了互换机制（赫泽尔，1996 年）。随着 1973 年固定汇率制度的崩溃，互换机制也失去了存在的理由。不过，美联储很快为其找到了新的用武之地。1973 年时，政府要求美联储帮助意大利处理因油价大幅上涨导致的国际收支逆差激增。“美联储……开始驰援意大利。意大利政局长期动荡，使其难以对能源危机做出快速应对。美联储把与意大利银行的互换额度从 20 亿美元提高到了 30 亿美元，以便在短期内为意大利的进口提供必要的资金”（威尔斯，1994 年，第 125 页）。

使用互换机制来向外国提供短期救助，在 FOMC 内部引发了一场争论。一位理事就是否还会对意大利提供长期救助提出了疑问，伯恩斯（美联储理事会，会议记录，1974 年 7 月 16 日，第 783 页）回答道：

> 如果美联储放弃互换只能用于满足短期需求的原则，很快，其他政府部门就会转向美联储（而非国会）来获取解决各种国际金融、政治问题所需的资金。而如果美联储真给了这些钱，就会在一定程度上取代国会的职权。这样必然授人以柄，被认为用了联邦政府的经费，却不按国会意志行事。

国会将垄断创造基础货币的权力授予了美联储。而货币创造能力使美联储可以独立于国会之外，参与财政政策的实施，其行动无须经过国会的公开辩论。这种行为，限制了根据《宪法》条款对财政收支进行的问责，即“除依法进行拨款外，不得从国库支取任何款项”。中央银行在维持自身操作之外使用铸币税，削弱了公众监督政府活动的能力，也侵害了宪法建立的保障体系。[16]

第十七章　转向扩张的货币政策

之前树立起来的可信度，为公开市场委员会（FOMC）提供了便利，使其可以用扩张性政策来应对1997年夏天爆发的国际经济危机。在最初的时期，扩张政策导致实体经济强劲增长，而没有带来太大的通胀压力。

一　美联储对亚洲危机的反应

1997年，就如何在实现经济增长和降低失业的同时，保持较低通胀水平的问题，FOMC内部展开了争论。1997年7月，在《汉弗雷－霍金斯法案》的听证会上，格林斯潘提到了“新范式”这一概念，并认为在新范式下，技术改进能够让产能适应需求的增长。不过，他随后补充，就业增长不会一直高于劳动力的增长。到1997年的秋季，失业率已经跌到了4.8%。10月，略偏鹰派的格林斯潘（1997年12月，第965页）警示国会：“供求规律并未失效……商品和服务需求仍无明显放缓的迹象……劳动力需求增长和潜在劳动

力供应之间的不平衡……最终会侵蚀当前相对平稳的通胀环境。”

在上述背景下，市场预计 FOMC 即将提高联邦基金利率。但很快，亚洲危机爆发了。尽管看起来 11 月例会仍有加息的可能，但股票市场剧烈震荡阻挠了这一调整。1997 年 10 月 27 日，源自亚洲股市风暴的恐慌使道琼斯指数暴跌了 554 点，加上前两天的下跌，累计跌幅达到了 10.9%。亚洲危机由此主导了美联储的政策。

11 月例会上，FOMC 没有宣布加息，以免美元进一步走强。对亚洲国家来说，美元汇率升值会加大其偿还美元计值债务的难度。会议纪要（美联储理事会，FOMC 会议纪要，第 166 页）写道：“尽管东南亚危机的发展不会对美国经济产生太大影响，但全球金融市场仍动荡不已……美国货币政策收紧，可能导致市场的过度反应。”格林斯潘（美国国会，1998 年 7 月 21 日，第 32 页）后来承认，在 1997 年和 1998 年间，对美元升值的担心在一定程度上限制了 FOMC 的政策操作。“我们需要认识到，对亚洲极度敏感的金融市场，美国收紧货币政策会对其产生极大的冲击。”IMF 副总裁斯坦利·费希尔也警告发达国家不要提高利率，因为这是“决定发展中国家资本流入的主要因素”（《金融时报》，1998 年 5 月 6 日）。

1997 年秋，面对经济强劲增长，FOMC 在利率方面没有进行任何调整应对。其依据在于预计接下来的一年半中，亚洲经济衰退最终将使国内高增长无法持续。随亚洲国家经常账户盈余上升，美国的净出口将有所减少。企业利润有所下降，这会使企业削减投资，导致股市下滑，进而抑制消费增长。1997 年 12 月 16 日，格林斯潘声称：“几乎所有迹象都表明，本季度的经济形势延续了我们之间曾多次见到过的模式：实际 GDP 增长强劲、就业数量大增……我

们预测在近期内，实际 GDP 增长将明显放缓。”

随后的数据与上述预测正好相反，但 FOMC 并未做出任何调整，仍坐等经济减速来临（参见图 13－2）。

二 俄罗斯违约、长期资本管理公司和逃离新兴市场

1998 年 8 月，俄罗斯宣布债务违约。在俄罗斯危机之前，绿皮书曾预计，在无须提高联邦利率的情况下，经济可自动减速到可持续性的增长水平。危机爆发后，FOMC 主动调低联邦基金利率，一方面是为防范可能出现的经济萎缩，另一方面也是为对冲市场突然上升的风险厌恶情绪。一些悲观的预测者认为，俄罗斯危机将引发世界范围的衰退和通货紧缩，并最终外溢到美国。

9 月 4 日，为安抚市场情绪，格林斯潘（1998 年 9 月 4 日）发表了一次公开讲话。一反在 7 月《汉弗雷－霍金斯法案》听证会上对劳动市场紧张的强调，格林斯潘转而认为，外部危机的发展不仅会继续抑制美国的通胀，也会对美国经济繁荣产生负面影响。这次讲话后的第一个交易日，9 月 8 日，道琼斯指数大涨 387 点。美元对其他货币的汇率也有所下跌。

9 月 16 日，格林斯潘和鲁宾在众议院银行委员会出席听证。格林斯潘重复了早前的观点：“在世界其他国家所面临的压力与日俱增的情况下……认为我们可以独善其身的想法很不现实。”不过，市场将格林斯潘的安抚性语言，理解为暗示 FOMC 可能会在 9 月的例会上宣布降息。为了修正这一错误印象，9 月 23 日，格林斯潘（1998 年 11 月）在参议院预算委员会作证时重述了在众议院的证

词。但市场却继续坚持认为，美联储即将采取放松政策，道指在临近收盘时暴涨了 257 点。

在长期资本管理公司（LTCM）濒临破产，并重创与之相关的大型货币中心银行时，金融市场的不确定达到了顶点。约翰·梅里韦瑟曾是所罗门兄弟的债券部主管，在 1993 年与两位诺贝尔奖获得者迈伦·斯科尔斯和罗伯特·默顿，以及前美联储副主席大卫·马林斯共同创立了 LTCM。LTCM 的公司交易策略是“市场中性套利”，其假定前提是，不同金融工具的风险价差会收敛于一个正常水平。

为提高从金融工具收益率套利中获得的利润，LTCM 使用了大量的杠杆。具体模式是，LTCM 先从银行借款购买债券，然后以这些债券作抵押申请新的贷款。然后出售一种衍生债券，其收益来自于 LTCM 先前买入的债券。在上述设计下，赌局结果将不受市场波动方向的影响。换句话说，如果市场利率变动不影响两种工具之间的收益率差异，LTCM 就不亏也不赚。但如果收益率差异收窄，LTCM 就会赚钱；如果变宽，LTCM 就会赔钱。

在 1998 年初，LTCM 犯了两个致命错误。一是向所有者返还资本，债务杠杆比率由此超过了 35 倍。二是投身新兴市场国家的债市，并开始尝试“定向”交易策略。俄罗斯违约导致新兴市场债券的风险溢价骤升，并引发一轮避险风潮，压低了美国债券的收益率。这样一来，LTCM 基于市场收敛的套利交易策略和在新兴市场的定向交易策略，都受到了严重冲击。8 月末，在股本消耗殆尽后，LTCM 的合伙人们曾尝试筹集新资本，但没有成功。

9 月下旬，纽约联储开始牵头组织对 LTCM 的救助，以使其继续运转。9 月 22 日，纽约联储副主席彼得·费希尔，召集高盛、

J. P. 摩根、瑞士银行、瑞银集团和美林证券的负责人开了一次会。此外，这个危机处置小组和 LTCM 的其他主要债权人也开了一次会。费希尔向危机处置小组指出，“交易对手崩溃可能会导致市场混乱，让 LTCM 继续运营符合金融业整体利益”（《纽约时报》，1998 年 11 月 2 日）。他继续说道：“LTCM 破产可能引发的系统性风险是非常现实的威胁。”（《华尔街日报》，1998 年 11 月 16 日）

第二天，纽约联储主席威廉・麦克唐纳暂停会议，以考虑沃伦・巴菲特对购买 LTCM 的出价。根据巴菲特的计划，高盛将接管 LTCM，而梅里韦瑟必须出局。梅里韦瑟拒绝了这一计划，麦克唐纳只能继续危机处置小组内部的谈判。最后，为避免 LTCM 破产，这些机构同意组建一个财团，共同提供 36 亿美元资本金。

对参与危机处置的这些机构来说，避免 LTCM 倒闭也符合其自身利益。在 8 月之前，市场主流看法认为，以 G－7 为后盾的 IMF 可以阻止新兴市场国家金融体系崩溃。基于这种想法，大券商和货币中心银行都参与了大量与 LTCM 类似的交易策略。如果 LTCM 倒闭，就需要清算其持有的巨额债券头寸。在一个买方市场中，大规模抛售债券会导致价格暴跌，券商和大型货币中心银行也难逃池鱼之殃。不过，即使 LTCM 能免于破产，大型货币中心银行也损失惨重。在第三季度，波士顿银行、J. P. 摩根和花旗集团都公告了巨额交易损失。刚刚与国民银行合并的美国银行，也损失了贷给德劭集团（译者注：D. E. Shaw，一家从事量化投资的对冲基金）的 17 亿美元，这家基金的交易策略和 LTCM 类似。

格林斯潘（美国国会，1999 年 6 月 17 日，第 9 页）在国会作证时指出，FOMC 调低联邦基金利率是为了阻止市场出逃：

> 良好的经济环境，会促使投资者承担更多风险，并将资产价格推高到不可持续的水平……亚洲危机，特别是俄罗斯在1998年8月的汇率贬值和债务延期，让投资者猛然惊醒。在最后几周内，美国金融市场几近冻结，风险溢价飙升，在一段时间里，即便是投资级别的债券也乏人问津。对此美联储只能降息以应对，先后三次调低联邦基金利率，累计幅度为75个基点。

格林斯潘的努力真的阻止了市场出逃（“冻结”）吗？对新兴市场借款收取的风险溢价大幅增长，但是否真的“传染”到金融市场的其他角落呢？《纽约时报》（1998年9月17日，C1版）写道：“随着投资者重估风险暴露，高风险场外债券（如垃圾债和集合可转换债等）的发行量在9月时极度萎缩。”商业抵押贷款支持债券的发行也急剧减少。早前经由货币市场的融资活动开始转向银行。银行的资本相当充裕，还有能力满足巨额的信贷需求。在此过程中，部分银行信贷流向了评级较低的企业。与此同时，银行贷款利率一路走高。从1998年上半年的5.5%开始，到8月、9月，分别上升到18.7%和16.6%，而到10月时，攀升到了28.4%（美联储理事会发布，表H.8）。而同一时期，美联储维持了联邦基金利率不变，为银行根据流动性需要创造广义货币提供了条件。在8月至11月期间，M2年增长率平均在12.3%。

企业总体上没有受到市场日益增强的风险厌恶的影响。对于大多数民间借贷而言，风险溢价的上升仍属温和。垃圾债（高收益）与同期限国债（7年期）的收益率信用价差，仅从1997年和1998年上半年平均3%左右的水平，上升到了1998年10月的7%左右。

（从 1980 年到 1997 年期间，信用价差平均为 4.9%）穆迪评级的 Aaa 与 Baa 企业债券的综合信用价差，从 1998 年上半年的 0.6 个百分点，上升到了 11 月的 0.9 个百分点。该信用价差在 1980 年至 1997 年期间的平均值为 1.2。

真正的问题在新兴市场债，而不是国内债券市场。在亚洲衰退导致大宗商品价格下跌后，新兴市场债的风险溢价已经上升了整整一年，并在俄罗斯违约后进一步飙升。在 1997 年初，新兴市场债的风险溢价平均在 3 个百分点左右，随着亚洲危机爆发，迅速上升至 6 个百分点。从 7 月到 9 月，进一步跳升至 16 个百分点。

人们普遍担心一连串的危机事件会把世界经济拖入衰退，在当时的情形下，这种忧虑不无道理。LTCM 危机期间，财政部和 IMF 又被卷入了与巴西的谈判。当时，巴西正经历严重的内外失衡，很可能出现金融崩盘，并触发新兴市场的新一轮汇率危机。1998 年上半年，世界经济增长陷入停滞。加拿大、欧洲和拉丁美洲的温和增长，刚好只够抵消包括日本在内的亚洲地区的负增长。世界范围的衰退不仅可能影响美国的出口和经济增长，还会加大美国经常账户赤字，招致国内的贸易保护压力。

在 9 月的例会上，由于预测经济增长减速，FOMC 调低了联邦基金利率。迈耶理事（1998 年 10 月 5 日）说道："这次调整遵循的是前瞻性的泰勒规则，基于对产出缺口和通货膨胀的预期。" 10 月 15 日，在一次电话会议中，FOMC 再次将联邦基金利率下调 0.25 个百分点至 5%。这一降息完全在意料之外，并引发了全球金融市场的反弹。事实上，从上次例会以来，FOMC 并没有什么新情况需要应对。政策上的进一步放松，只是反映了美联储对金融市场

的持续担忧。FOMC 发表声明称“借款人的担忧与日俱增，加上金融市场普遍动荡的现状，很有可能对未来的总需求形成抑制”。格林斯潘（1998 年 9 月 4 日）还谈到了恶性循环：“亚洲的恶性循环经历凸显出，人们的观念对市场经济运行有极其重要的作用，即相信或信任市场体系……恶性循环之所以发生，一个根本性原因就是信任的丧失。”在美联储降息之后，其他央行也相继降低了贴现率。

10 月，坏消息开始变成了一连串的好消息。10 月 7 日，日本政府公布了银行重组计划，为多家银行提供高达 5000 亿美元（占日本 GDP 的 12%）的注资。在鲁宾（财政部部长）9 月 11 日的讲话后，巴西也开始恢复了稳定。鲁宾在讲话中称：“巴西的金融稳定和繁荣对美国至关重要。”（《纽约时报》，1998 年 9 月 24 日）这次讲话，加上克林顿总统在演说中提到 IMF 和 G－7 正考虑对巴西提供紧急援助，投资者全然相信，巴西雷亚尔将不会出现贬值。

在 1998 年 9 月 23 日的国会听证中，格林斯潘（1998 年 11 月）对为何要防止巴西债务违约和货币贬值进行了解释。在发言中，他一再提到“传染”一词，并警告：“没有任何证据表明危机传染已经消退。”此外，格林斯潘还指出，美联储和财政部以及其他 G－7 国家，将采取行动以遏制资本从新兴市场逃逸。共和党控制的国会不愿给克林顿留下话柄，方便其在竞选中转移对莱温斯基事件的注意力，于是很痛快地批准向 IMF 追加 180 亿美元资金。IMF 和G－7 国家为巴西筹集了 415 亿美元的一揽子救助计划。

在 11 月 3 日的竞选中，民主党的表现出人意料的强劲，彻底清除了弹劾总统的不确定性。选民对经济现状相当满意，毫无支持弹劾克林顿的想法。《纽约时报》的一份选举日民调显示，只有

12%的选民认为“目前”的财务状况比两年前糟糕，而只有21%的人认为1999年的经济会更差。在市场乐观情绪的影响下，标普500指数不断攀升，到年末时市盈率已接近28，是战后最高水平。11月23日，道琼斯指数创下历史新高，达到9374点。与此同时，亚洲股市也出现了飙升。

在11月6日例会时，经济看上去依然强劲。数据显示，实际GDP年增长率在第3季度为3.6%。消费增长为3.9%，居民投资增长则为7.7%。但即便如此，FOMC还是将联邦基金利率降到了4.75%。FOMC内部的共识，依然强调新兴市场资本出逃可能产生的冲击。

纽约联储主席麦克唐纳（美联储理事会，会议纪要，1998年11月17日，第77页）警告说，大型货币中心银行将面临筹资问题。《美国银行家》（1998年9月22日）的一篇文章写道：“大通曼哈顿、花旗集团和其他货币中心银行的债券与国债的信用价差正在迅速拉大，幅度高达15个基点。”到年底时，如果机构投资者想让资产组合看起来干净一点，货币中心银行可能会遇到融资困难。在这种情况下，想要让货币中心银行继续持有新兴市场债券，就必须减轻投资者的风险厌恶情绪，彻底扭转市场心理。

《纽约时报》（1998年11月18日，A1版）的报道写道：

> 如果仔细研读过最新的经济数据，美联储应该肯定不会降息。“哪里有经济放缓的迹象？”摩根士丹利添惠的投资分析师彼得·卡内罗问道。“他们所做的调整（译者注：指降息）毫无必要……”事实上，在GDP增速超过3%的情况下，房屋需求火热，汽车和小额消费品的销售也都很强劲。

不过，正如《纽约时报》（1998 年 11 月 18 日）在头条中说的，FOMC 降息是“世界经济防卫计划的一部分”：

> 美联储再次降息标志着在过去 7 周中，克林顿政府和格林斯潘筹划的三步战略基本完成……“我们首先要重建市场信心，这样，资本才会不再逃离那些国家”，财政部部长鲁宾对一群企业首席执行官说……华盛顿的战略经过了精心协调，并各司其职、分步实施。首先是克林顿总统和格林斯潘先生的演讲，然后由鲁宾和他的助手来补充。尽管美联储独立于政府，但鲁宾和格林斯潘会经常讨论全球危机，并一起与盟友展开关键方案讨论。在平息市场动荡的措辞上，二人都有惊人的相似之处。第一步是降息……第二步是用 415 亿美元的一揽子救助计划来稳定巴西。

1998 年秋，FOMC 开始背离其惯常的操作程序，即在失业率下降、经济增长超过趋势时，就提高联邦基金利率。“为防止金融市场冻结”（格林斯潘在美国国会，1999 年 7 月 28 日，第 8 页），美联储在就业强劲增长时，仍选择调低联邦基金利率（参见图 14－7）。在 1998 年至 1999 年间，实际 GDP 增速超过了 4%，失业率则从 1997 年的 4.9% 跌到 2000 年的 4%。在产出高速增长和股权价格飙升的同时，实际短期利率则基本保持稳定（参见图 8－3）。1997 年 1 月至 1998 年 9 月间，一年期实际利率平均为 3.4%（参见图 14－2）。之后，在 1998 年 10 月至 1999 年 2 月，跌到了 2.8%。在接下来的 1999 年 3 月至 1999 年 10 月，实际利率基本又回到早期水平，达到 3.6%。

1998 年夏天，预期通胀开始下降。用名义国债与通胀保值国债

（TIPS）的收益率差值来衡量，10年期预期通胀率从1998年上半年的2%，降到了12月初的1%（参见图17－1）。考虑到通胀统计的偏误小于1%，上述结果意味着，预期的未来价格与当前价格基本相同。到1999年初，随着经济增长加速，预期通胀率也开始明显上升，并在1999年5月回到了2%。

在1998年底，实际的通胀率（参见图14－1）和预期通胀率都在1%左右（参见图17－1），FOMC本可继续将价格维持在稳定状态。但美联储不论是在政策制定还是在与公众的沟通中，都没有表达保持价格稳定的意愿。从1999年6月30日的例会起，FOMC开始逐步调高利率。直到1999年11月，才将联邦基金利率恢复到1998年夏天的水平。

由于没有通货膨胀目标来引导公众的预期，以使其与FOMC（主席）的意图保持一致，在1998年到1999年间，预期通胀率先是下降，然后大幅上升。10年期的名义国债与通胀保值国债的收益率差值，从1997年初的3.25%降到1998年后期的0.75%，然后又在1999年中涨到2%，到2000年初时，差不多涨到2.5%。通胀率（核心PCE）在1998年降到了1.25%，到2001年末则涨到2%以上。

三　总结性评论

后来许多批评认为，美联储应及时加息来避免之后出现的资产价格暴涨。但问题的实质，并不是美联储没能遏制一个市场泡沫，而是其扩张性政策加剧了资产价格不可持续地上涨。FOMC为何会在长达十年以上的谨慎行事后，在亚洲危机中变得如此具有扩张性？

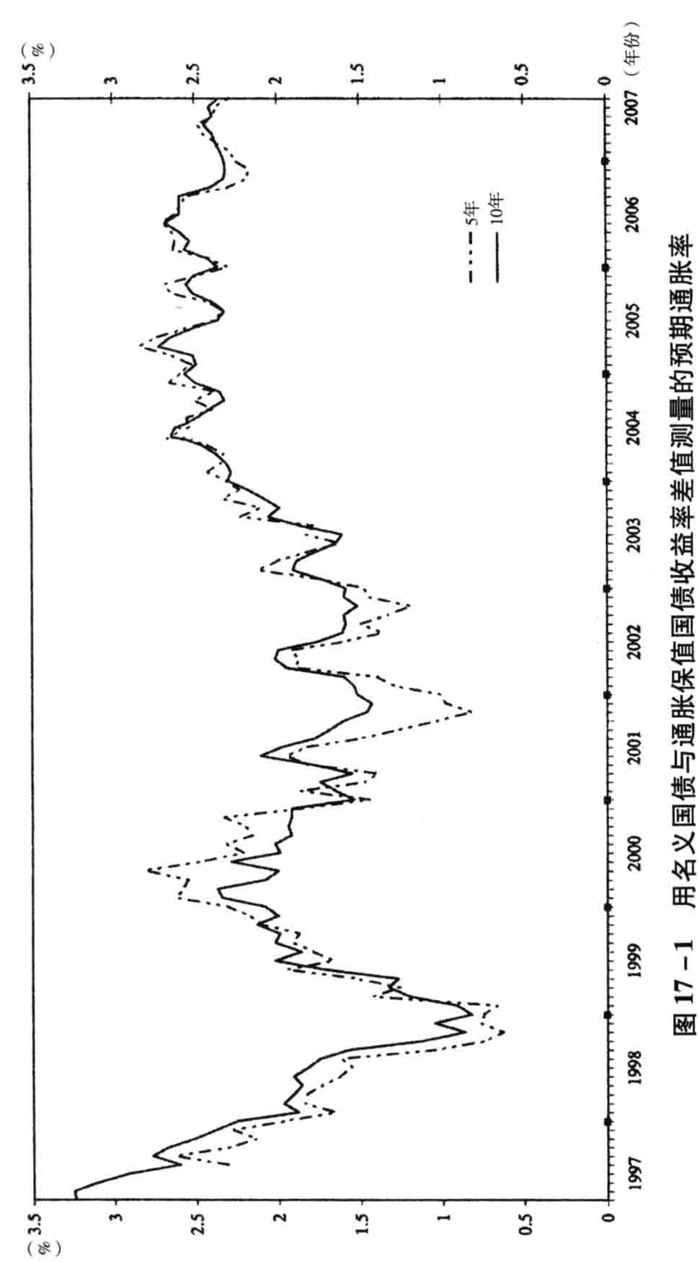


图 17－1　用名义国债与通胀保值国债收益率差值测量的预期通胀率

注：收益率差值是指，期限相同的名义国债和通胀保值国债的收益率之差。月度数据，为每日数据的月度均值。

资料来源：哈弗分析（Haver Analytics）

亚洲危机、俄罗斯危机和拉丁美洲危机接二连三地发生，看起来需要扩张性政策方能应对。而之前树立起来的可信度，也为美联储实施扩张性政策提供了良好的外部条件，不致引发通货膨胀。由于没有出现通货膨胀尽管就业增长很强劲（参见图 14 - 7），政策制定者仍不愿提高利率。的确，在就业增长良好而且还没有通胀的大好环境下，加息看起来是有点无事生非。

第十八章　背离标准政策规程

1997年中期至1999年中期，公开市场委员会（FOMC）背离了标准的政策规程。面对资源使用率上升，特别是劳动力供给的日益紧张，美联储并没有立即提高联邦基金利率。格林斯潘的政策理念，在一定程度上可以解释这一背离。在格林斯潘眼中，政策是基于一些简化关联（特别是单位劳动力成本和价格之间的关系）对通货膨胀进行的预测。由于简化关联会随时间推移发生不可预知的变化，因此货币政策应相机抉择。相机抉择的立足点在于“风险管理”，特别是格林斯潘认为，货币政策应阻止投资者的非理性预期，以引导实际的和预测的通胀率趋向良性。在格林斯潘的心目中，预期是所有问题的中心，因其不受货币政策规则的约束，政策只能根据变化进行相机抉择。

在《测度商业周期》一书中，伯恩斯和米契尔（1946）率先提出用非理性的方法进行预测，这种方法在企业经济学家中使用较为广泛。在该著作中，两位作者通过对商业周期的经验性分析，划

分出了反映周期不同阶段（领先、当期和滞后）的经济指标。格林斯潘继承了这种预测方法的衣钵。在他看来，制定货币政策就是对实证预测关系的运用，当然，这种运用必须要考虑这些预测关系可能发生的动态变化。

格林斯潘（2004年6月15日，第11页）曾写道："政策制定者需要超越模型限制，去接触那些内涵更丰富的——尽管在数学上不那么精确——关于经济实际运行的假说。"[①]格林斯潘（1997年3月，第196页）对自己的观点进行了概述：

> 的确存在……一些经验规则……我们在一定程度上可以放心遵循……这些关系中，有很多都发端于米契尔在3/4个世纪前首创，并由他和伯恩斯共同阐发的商业周期理论……但尽管如此，每一个商业周期都有自身的特点。比如，在80年代后期……商业不动产市场的暴跌是周期的主导因素。

关于这次商业不动产价格暴跌，《金融时报》（1992年10月15日）和《纽约时报》（1992年10月15日）都报道了格林斯潘在当时的即席发言：

> 美国……（正）经历前所未见的资产下跌……"政策制定者所使用的，基于以往经验的规则，没有任何用处"。
>
> 没有什么模型可以解释目前的境况……我们只能去认真研究它的不同之处。

一　作为风险管理的相机抉择

和沃尔克一样，格林斯潘也极为重视通胀预期。这种重视，再加上要恢复“扩张－紧缩”周期时代已被破坏的稳定预期，在沃尔克和格林斯潘的时代，美联储的政策开始遵循一种“准规则”模式。不过，格林斯潘从未表达过政策规则可以稳定通胀预期的观点。格林斯潘不赞成设立通胀目标，或许也表明他对更广泛意义上的货币政策规则同样持反对态度。

格林斯潘之所反对政策规则，主要有三个方面的考虑。首先，经济不断演进，会以不可预知的方式改变货币政策的合意性；其次，政治上可接受的最低通胀率，取决于美联储控制以外的因素；最后，通胀目标会迫使政策在某个临界点上的调整，这将大大削弱用货币政策来遏制投资者羊群行为的有效性。

第一个考虑的核心在于，由于不确定性的存在，政策制定者无法提前预知将面对的所有突发事件，固守某个规则因此变得不切实际。对此，格林斯潘（2004年5月，第39页）写道：

> 没有任何一个简单规则可以针对每次突发事件，提供合理的应对方案。就这点来看，无法基于风险管理原则而做出的相机决策无可替代……我们的问题是……世界经济纷繁复杂，其根本性的关联还在不断发展、变化……货币政策的成功，很大程度上取决于预测质量……当一些事件发生，与我们对于经济运行的假说不相一致时，根本性关联变化的前兆也就出现了。

由于将政策制定视为在变动环境中所做出的预测和判断，格林斯潘认为，政策制定者必须不间断地去识别现实世界的重大变化。[2]格林斯潘（美国国会，1997年2月26日，第9页）在国会作证时说："从过去的经历看，通胀不断恶化时期的经济周期变化并没有遵循某种单一的模式。不同周期的特点各不相同，在某个阶段非常有用的指标，到另一个阶段就会形成误导。"

格林斯潘紧接着指出，工作不稳定会抑制实际工资提高，对通胀有一定限制作用。从更一般的意义上，格林斯潘（美国国会，1999年6月17日，第8页、第17页）对自己的观点进行了概括："新技术层出不穷，引发了美国经济结构的根本性变化……其结果，使我们决策所依赖的许多经济关联（基于过往的经验规则得出的关联），也被彻底改变……因此，在制定政策、解决问题时，我们需要一定的灵活性。"

在第二个考虑上，格林斯潘认为，价格稳定在政治上的可行性取决于其能否促进生产率。通常情况下，企业不能削减名义工资，只能通过让工资涨幅低于通胀来压低实际工资水平，这意味着生产率的上升必须足够高，以抵消工资缩水。生产率的增长并不受美联储掌控，为此，格林斯潘反对公开的通胀目标（FOMC，纪要，1996年7月2日，第67页）。即使在实现价格稳定之后，格林斯潘仍然反对制定通胀目标。他将低通胀归功于非货币因素，而非货币政策结果。"通胀下降的幅度及其涉及的地域范围"意味着非货币力量发挥了关键作用。至于这些非货币因素，格林斯潘提到了"对价格稳定的政治支持""全球化"以及"生产率加速"（格林斯潘，2004年5月，第33页）。[3]

在第三个考虑上，格林斯潘认为要对抗周期波动，政策制定者需要判断应在何时采取措施以防止投资者情绪过度悲观。[④]和伯恩斯一样（赫泽尔，1998 年，第 28 页），格林斯潘也认为乐观、悲观情绪的交替是经济周期波动的主导因素。格林斯潘（美国国会，1996 年 2 月 20 日，第 22 页；1997 年 2 月 26 日，第 10 页；2001 年 7 月 18 日，第 55 ~56 页）在国会作证时指出：

> 只是因为有时过度乐观，或过于悲观，就会出现一次周期波动。
>
> 过度乐观会引发失衡，并埋下将来的祸根……在无端期望最终没能实现时，过度融资的去杠杆化过程……将放大经济下滑的幅度。
>
> 财政和货币政策能够……消除商业周期吗？……答案是……不能。因为没有一种政策工具，可以改变人类的本性。人们太容易进入乐观与悲观的反复……这一点，在过度投机的形成与崩溃中可以看得很清楚……对投机性泡沫，唯一可行的应对是顺应对资产价格上升带来的经济压力……并强有力地处理资产价格大幅下跌可能带来的后果。

或者更简单地说，“商业周期，在本质上是人性的函数”（格林斯潘在美国国会，1995 年 2 月 22 日，第 23 页）。

何时介入阻止资产价格的下跌，依赖于决策者的判断。对此，格林斯潘（2007 年 9 月 27 日，第 2 页）指出：[⑤]

> 经济政策制定上……可能最具讽刺的事情，是稳定政策的

> 成功也会带来风险……人们对风险下降的感知经常会自我强化……但是……风险溢价的降低并非无止境……历史告诫我们，在较长时期漠视信贷风险之后，必然会出现逆转，风险资产的价格将大幅下跌。这种演进过程……反映了……人们喜悦、痛苦情绪的交替和传染，并由此导致了经济运行的不稳定……需要高度灵活的政策体系来恢复其平衡。

按格林斯潘的说法（2001 年5 月24 日，第6 页），经济繁荣是一个自我强化过程的反映，在其中，投资者的乐观情绪降低了风险溢价，并鼓励进一步的投资。到最后，在某些临界点上，投资者终将意识到资产价格已高得不现实。“投机性泡沫破裂，是我们在历史上太常见的结局”（格林斯潘，2001 年 5 月 24 日）。不过，格林斯潘随后又推翻了自己的这种真实票据观念。[6]他认为，尽管不可能在其形成阶段就识别并刺破投机性泡沫，但货币政策仍可以“强有力地处理资产价格暴跌的后果”（格林斯潘，2001 年 5 月 24 日）。格林斯潘（1995 年 11 月 16 日，第 5 页；美国国会，1999 年 6 月 17 日，第 9 页）指出，FOMC 需要阻止因投资者集体离场而导致的市场失灵。在针对股市下跌所进行的听证中，格林斯潘（美国国会，2001 年 2 月 13 日，第 55 页）说道：

> 尽管技术革新加速了生产调整，但人类本性并未改变。我们需要对日新月异的变革做出反应，但所面临的不确定性与以往并无二致。在形成更完善和更全面的决策基础之前，我们会暂停行动、推迟决策，并系统性地放慢步伐。在一些极端的情况下，许多决策者不但变得厌恶风险，甚至想不沾任何风险。

这种状态不利于政策调整，因为在本质上，任何措施都具有潜在风险。

格林斯潘（2005年8月27日，第2页）对政策的一致性有这样的理解："美联储和大多数其他中央银行大都以追求价格稳定为目标。但通常情况下，经济状况疲软时期，对这个目标要放得松一点，在经济状况比较稳固时，对这个目标就看得重一些。"不过，他反对采用某种形式的货币规则。格林斯潘（美国国会，1999年6月17日，第10页）认为，在通胀情况相对较好的时期，FOMC的政策重点应放在纠正金融市场的不稳定上。[7]在评论一项旨在维持价格稳定的国会法案时，格林斯潘（美国国会，1999年6月17日，第17页）要求给予一定的"政策灵活性，以便在经济放缓不容易确认时，FOMC不会被迫采取不利于价格稳定的政策……以影响到我们长期价格稳定目标"。

由于政策规则必须简单明了，在基于资产价格的决策理念下，货币政策规则显然不可行。金融市场的复杂性，加之羊群效应和对负面新闻的理性调整难以区分，意味着预测资产价格变化绝非简单的工作。[8]理论上讲，如果政策制定者的判断能可靠地优于市场预期，并暂时性替代价格机制运作，相机抉择会是比较合意的政策选择。

二　格林斯潘与新范式

1997年3月，FOMC将联邦基金利率提高到5.5%。尽管失业率稳中有跌，从1997年3月的5.2%下降到了1999年末的4%，但

到2000年2月之前，FOMC没有继续抬高联邦基金利率。美联储为何背离了先前的政策模式？这主要是格林斯潘判断通货膨胀已不是威胁，他坚信生产率提高可以有效地抑制通胀。在这种情况下，FOMC将政策焦点聚集到了亚洲危机引发的金融动荡上。

为何在失业率不断下降的情况下，格林斯潘会坚信通胀不是近期的威胁？1995年之后，失业率和通胀同时都在下跌。为解释这一异常现象，格林斯潘再次把目光投向了生产率的提升。格林斯潘对生产率增长的关注由来已久，他一直深信，1960年代上半期价格稳定的恢复是促成当时生产率高速增长的重要基础。[9]格林斯潘（1993年4月19日，第5页；美国国会，1994年2月22日，第46页）说：

> 定价权的缺乏，再一次将商人们的注意力集中到提高生产率的必要性上来……经济就好像跑完一整圈，又回到了1960年代早期的情况：低通胀和生产率高速增长同时并存……在历史上，低通胀率通常都与……生产率迅速提高相关……较低的通胀和通胀预期，降低了经济计划中的不确定性，并拉低了资本投资的风险溢价。

作为一个习惯用工资压力来预测通胀的商业经济学家，格林斯潘认为，生产率提高可以减缓单位劳动力成本的上涨，进而抑制通货膨胀。至于生产率对单位劳动力成本的作用途径，格林斯潘先就“分子”（工资率）进行了说明，之后对“分母”（每小时产出）又做出了解释。1996年7月，在《汉弗雷－霍金斯法案》的听证会上，格林斯潘猜测，技术的快速发展，已经让工人产生了对自身

技能被淘汰的担忧（美国国会，1996 年 7 月 18 日，第 37 页；1997 年 7 月 22 日，第 20 页）。增加了工人的不安全感，也缓和了工资上涨的要求。

不过，在新增就业机会强劲增长并缓解了不安全感的情况下，格林斯潘转而用分母来解释通货膨胀的降低。[10]对应的逻辑是，生产率增长加快抑制了单位劳动力成本和通胀水平的提高。通胀下降，通过改变商人的心理，开启了一个“恶性”循环（美国国会，1998 年 7 月 21 日，第 30 页）。因为他们相信，提高价格并非解决工资上涨的合理途径，而应专注于提高生产率。新技术的不断涌现让生产率提高成为可能（格林斯潘，1999 年 5 月 6 日，第 4 页；美国国会，1999 年 6 月 4 日，第 16 页）。此外，通胀水平下降也降低了不确定性，这使商人们更愿意投资（美国国会 1999 年 6 月 17 日，第 16 页）。格林斯潘（美国国会，1999 年 2 月 24 日，第 61 ~ 62 页）在国会作证时说：

> 最近以来，通货膨胀减缓的主要动力来自于雇主而不是被雇佣者……企业……丧失了定价权……近些年来，明显的价格削减并没有出现过，但企业的成本压力却显著减轻。新技术引入为资本投入提供了更高的利润……由于不指望能抬高产品定价，企业及其竞争对手都只能将重点集中到削减成本上。每家企业都能获得新的技术，而他们相互之间的竞争，提供了促进生产率提高所必要的机会和竞争环境。

从 1997 年中期到 1999 年中期，通胀威胁明显减弱，这意味着，格林斯潘可以专注于“风险管理”，以应对美元升值和资本逃

离新兴市场经济等问题。

对于格林斯潘而言，通胀预期是所有问题的核心。不过，和伯恩斯一样，格林斯潘关注的也是商人和投资者的心理预期，这种预测不受货币政策规则的约束。格林斯潘（1976 年，1981 年 9 月 1 日，第 10 章）认为，金本位之所以可以提供名义锚，是因为其对政府赤字开支施加了约束。如果没有这种约束，财政赤字将会导致金融市场的动荡，并促使中央银行对其进行货币化，通货膨胀压力也就随之产生。由于从不认为 FOMC “准规则” 式的操作方式是影响公众预期最重要的因素，格林斯潘无法阐明当前货币制度的名义锚从何而来。[11]格林斯潘延续了其作为商业预测家一贯的分析视角，转而用实际变量（特别是生产率增长）来解释低通胀和低失业率并存的原因。[12]

在伯恩斯看来，1970 年开始的滞涨（高失业率与高通货膨胀并存），根源于工资上涨压力推高了单位劳动成本。而对格林斯潘来说，1997 年之后的通缩繁荣（低失业率和低通胀并存）则肇端于生产率高速增长，抑制了单位劳动力成本的上升。相同的是，两人都选择用特殊的非货币因素来解释这些明显的异常，而没有关注到货币政策可信度变化产生的影响。

三　总结性评论

因为中央银行家的政策操作主要都经由货币市场展开，所以他们很自然地会追求预期的稳定。但问题是，中央银行应对资产价格还是对商品价格的预期稳定负责？马丁选择了后者，带领美联储挣脱了真实票据观念的束缚。伯恩斯同样很重视通胀预期，但是希望

通过财政政策和收入政策来进行控制。沃尔克将美联储带回到了马丁的轨道，尽管任期的最后他曾尝试稳定对美元汇率的预期。

在格林斯潘领导的大部分时期里，美联储都在试图恢复名义预期稳定，并在货币政策制定上遵循了某种规则约束。但格林斯潘本人坚持认为，非货币因素才是影响实际和预期通胀的关键所在。这意味着，要降低通胀水平，中央银行需要仔细权衡，要么促进有助于物价下跌的因素，要么抑制那些引发通货膨胀的因素。政策制定者必须根据实际因素的变化情况，相机选择适当的政策。亚洲危机期间，格林斯潘认为，促成物价下跌的因素相对较强，为实施扩张性政策提供了条件。但扩张政策诱发了股价持续暴涨，并最终崩溃，引发了随之而来的经济衰退。对 FOMC 而言，相机抉择的操作模式并不那么受用。

第十九章　1997年至2001年间的繁荣与萧条

在亚洲危机期间，美联储难以上调联邦基金利率，因为这会导致美元进一步走强，给早已被资本外逃搞得焦头烂额的亚洲各国造成更大的压力。由于通胀较低，调低联邦基金利率的决定没有遇到什么阻力。从1997年秋到1999年上半年，在产出增长超过趋势值，并导致劳动力供给紧张的情况下，公开市场委员会（FOMC）背离了其惯常的提高联邦基金利率的规则。评论家们掌声一片，因为格林斯潘的政策不断创造着新增就业。不过，事实证明，萧条必然尾随繁荣而至，创造就业机会之后，紧跟着的是破坏就业机会。

一　通胀的非货币解释

到1999年之前，预测方面的共识是，劳动力供给增长为1%和生产率增长则为1.5%，两项加总，经济增长率将达到2.5%左右。与之相比，1996年、1997年和1998年的经济增长都在4%以上，而1999年和2000年上半年则超过了5%。此外，在经济快速增长

的同时，通货膨胀水平相当低。图 19－1 是根据可得数据计算出的产出缺口。可以看到，产出缺口从 1994 年开始转正，同时通胀还略有下降。美联储经济学家基于菲利普斯曲线预测出的通胀，明显高估了实际水平（参见图 8－4）。

失业率下降，加之实际增长率较快，提高了实际工资水平（参见图 19－2），不过，在 1999 年以前，单位劳动力成本上升并没有推高通货膨胀（参见图 19－3）。格林斯潘没有从政策可信度的角度来解释企业丧失“定价权力”的原因，而是把计算机－信息技术革命当成了主导因素。格林斯潘（FOMC，纪要，1999 年 2 月 3 日，第 104～110 页）对 FOMC 说：

> 经济表现出……强劲的增长……价格压力本应不断加大……但不知所踪……要解释这些现象，我们需要重估自己看待世界的方式……价格下调加速说明，在尚未使用的投资方面还有很大的空间……这些投资可以代替劳动力……在我们的模型中……除非找到某种方法来估计技术对价格上限的影响……否则无法准确预测价格增速……如果名义工资再次上升，根据现在的情况，生产商会很快投身于那些尚未利用的技术项目。

在通胀率下跌的同时，生产率增长继续加速。1996 年之后，单位劳动力的产出增长速度很快，到 2003 年时，已完全弥补了 1973 年以来增速低于趋势所造成的生产率损失（参见图 19－4）。[①]很多因素暗示，这轮上升是增长趋势提高，而不是生产率周期性的回升，这种回升通常在经济进入复苏期之后很长一段时间才会开始。反常的是，生产率飙升的同时，劳动力利用率同样也很高。此外，

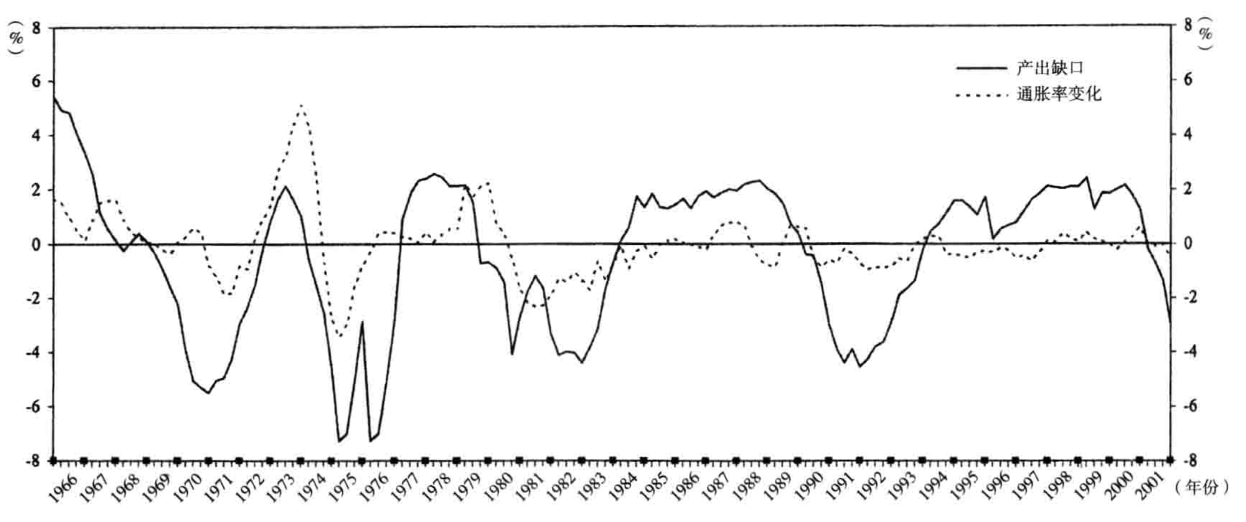


图 19－1　产出缺口和通胀率变化

注：产出缺口（实线）是“当前”实际产出（1992 年前为实际 GNP，之后为实际 GDP）和趋势值之间的差额，计算方法与 FOMC 相同，所用数据来自绿皮书。如果 FOMC 例会召开时间为季度的第一个月或第二个月，用于计算产出缺口的当前实际产出值为绿皮书对本季度的预测值。如果例会在季度最后一个月召开，用于计算产出缺口的当前实际产出值为绿皮书对下一季度的预测值。实际产出趋势值，是以当前实际产出观测值收尾的 40 个季度数据拟合出的趋势线。40 个数据中，最近的两个或三个季度的数据是绿皮书的预测值，之前季度的数据取自费城储备银行的实际时间数据。图中涉及的数据为产出缺口的季度均值。通胀变动（虚线）是后四个季度的通胀率（未来四个季度通胀预测值的平衡）与前四个季度通胀率（过去四个季度实际通胀率的平均）的差值。通胀率用的是核心个人消费（不包括食物和能源）支出价格指数。取值为负，代表通胀率在下降。横轴上的■代表每年的第四季度。

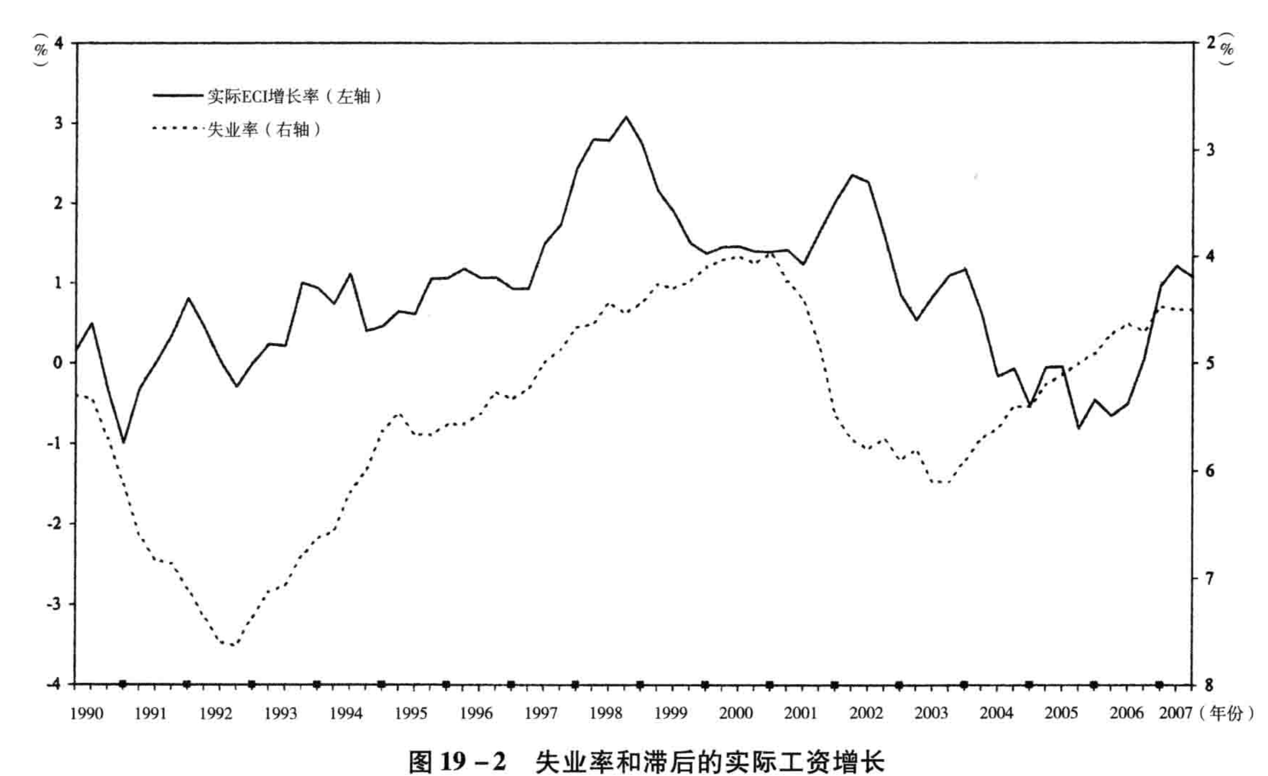


图 19－2　失业率和滞后的实际工资增长

注：图中为季度百分比变化率，用就业成本指数（ECI）变动率减去个人消费支出（PCE）平减指数得到。横轴上的■代表当年的第四季度。

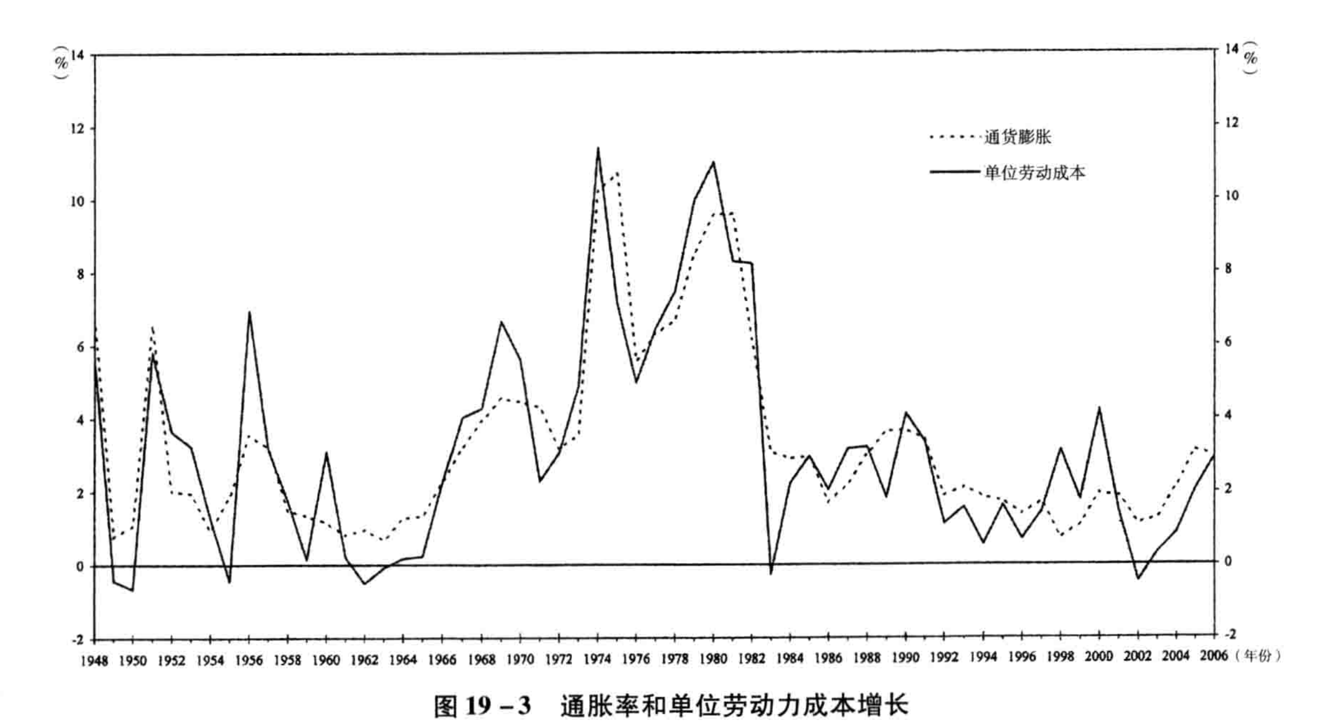


图 19－3　通胀率和单位劳动力成本增长

注：数据为非农部门平减指数和单位劳动力成本的百分比变动率。

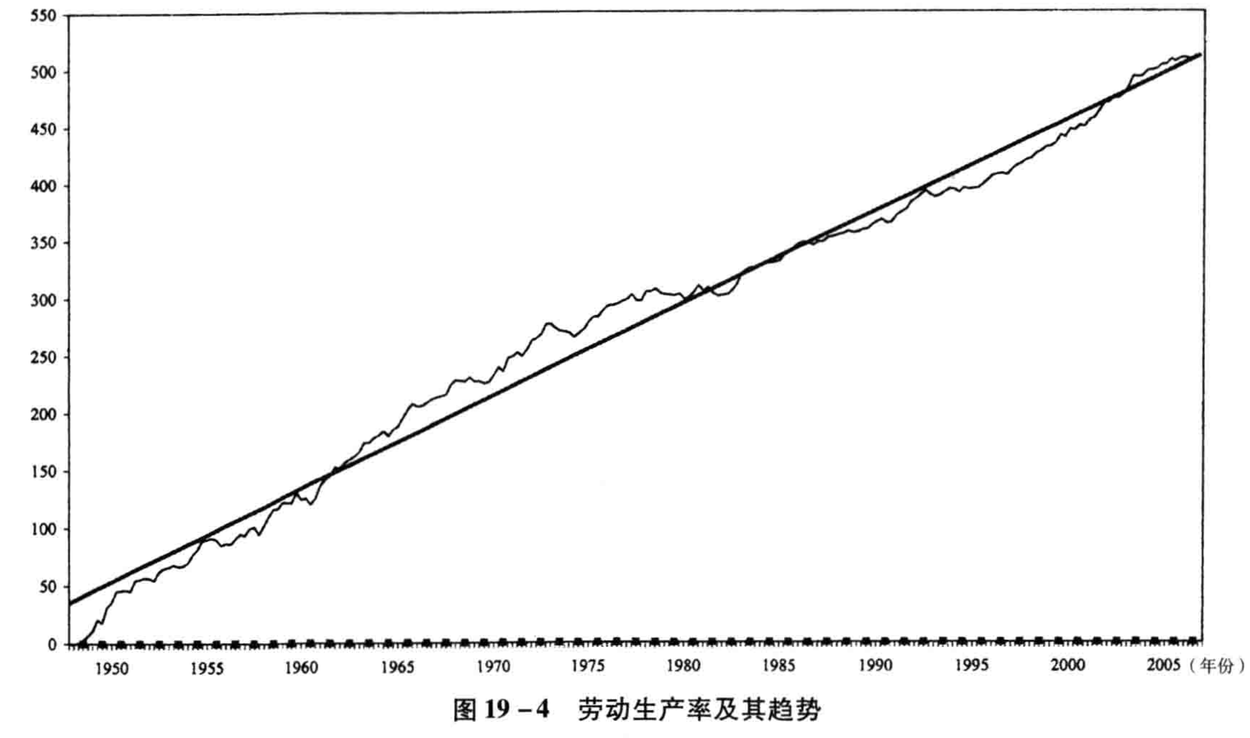


图 19－4　劳动生产率及其趋势

注：季度数据，非农部门劳动生产率指数的对数值，其中，1948 年 1 季度的值等于 1。趋势线的斜率为 2.2。数据来自美国劳工统计局（BLS）。横轴上的■代表每年的第四季度。

1990年代也是投资高涨的十年。[②]与经济周期无关的计算机价格下跌可以解释这轮投资热潮。生产率持续上涨的间接证据则是，尽管投资支出很高，但企业利润仍保持强劲增长。普里马克（Primark）对机构分析师的调查显示，企业利润增长预测的中位数从1995年11%提高到了2000年16%。

格林斯潘成了新经济的信徒。他甚至给出了生产率革命开始的时间，即1993年，当高科技装备订单增加的时候（格林斯潘，2000年6月13日，第4页）。迪安·福斯特（1998年8月31日）在《商业周刊》上的文章标题写道，“有远见的格林斯潘，不可能的大师（Unlikely Guru）：美联储主席把高科技经济看作天然的通胀斗士。”后来的一篇文章（《商业周刊》，1999年5月3日）又冠以这样的标题，“美联储的新规手册：现在的假设是：生产率正在抑制通胀。”生产率可以抑制通胀，给那些低估未来股票收益的投资者传递了乐观的信号，即经济会在利率环境下快速增长。[③]

二　股市泡沫破裂和经济衰退

亚洲危机爆发之后，FOMC在1999年6月的例会上提高了联邦基金利率。不过，通胀没有明显冒头，加上坚信生产率提高可以抑制通胀，美联储的这一决策行动非常谨慎。[④]之后，经济继续高涨。在截至2000年二季度的四个季度内，实际GDP增长率平均为6.1%。与此同时，生产率快速增长和温和的通胀并存，也让新经济模式更为可信。生产率迅速提高似乎预示两位数的利润增长将一直持续，而未来将完全属于计算机和通信行业。[⑤]

股票市场也一路上涨。图19－5显示了股票市值与GDP之比

的变化情况。在投资者认识到美联储在 1994 年的紧缩不会导致经济衰退后，股票市场从 1995 年开始大幅上扬。从 1994 年到 1998 年，标普 500 的市盈率变化与债券利率大体相同（参见图 14 -5）。但在 1999 年至 2000 年间，标普 500 的涨幅大幅超过了债券收益率。股票估值开始反映出投资者的过分乐观。金融财富的增长也刺激了消费。1997 年上半年，实际消费增长平均在 3% 左右，之后持续上升，并在 2000 年初达到 6% 以上。

陆续出炉的经济数据并不支持投资者的乐观情绪。1991 年至 1997 年间，生产率增长快于劳动力成本的上涨，企业的税后利润不断上升。但在 1998 年至 2001 年间，劳动力成本涨幅开始超过生产率，企业利润有所下降。越来越多的证据表明，经济增长将趋于温和，利润增长将无法再维持在两位数，高科技企业超高市盈率以维持的基础也不复存在。1999 年，就业人数的增速通常是劳动力增长率的 2 到 3 倍。2000 年 6 月 2 日发布的数据显示，就业人数的增速为 3.6%。与之相反，2000 年 9 月 1 日公布的数据则显示，就业人数的增长率降到了 -0.3%。3 月 10 日，纳斯达克创下历史新高，达到 5049 点，但从 2000 年 9 月开始转为长时间的下跌。《华尔街时报》（2001 年 3 月 5 日）报道称："纳斯达克在过去十年中涨幅巨大，并吸引了众多的新投资者，财富亏损之巨也前所未见。从去年 3 月的高点以来，纳斯达克投资者的损失已超过 36000 亿美元，超过了 1981 年初全部股市的市值。"

纳斯达克的暴涨暴跌算是泡沫吗？支持相机抉择的人偏向认为市场非理性，因为这样，才需要"理性"的政策制定者定期介入以防止市场过度波动。毫无疑问，纳斯达克的强势上涨吸引了贪婪的

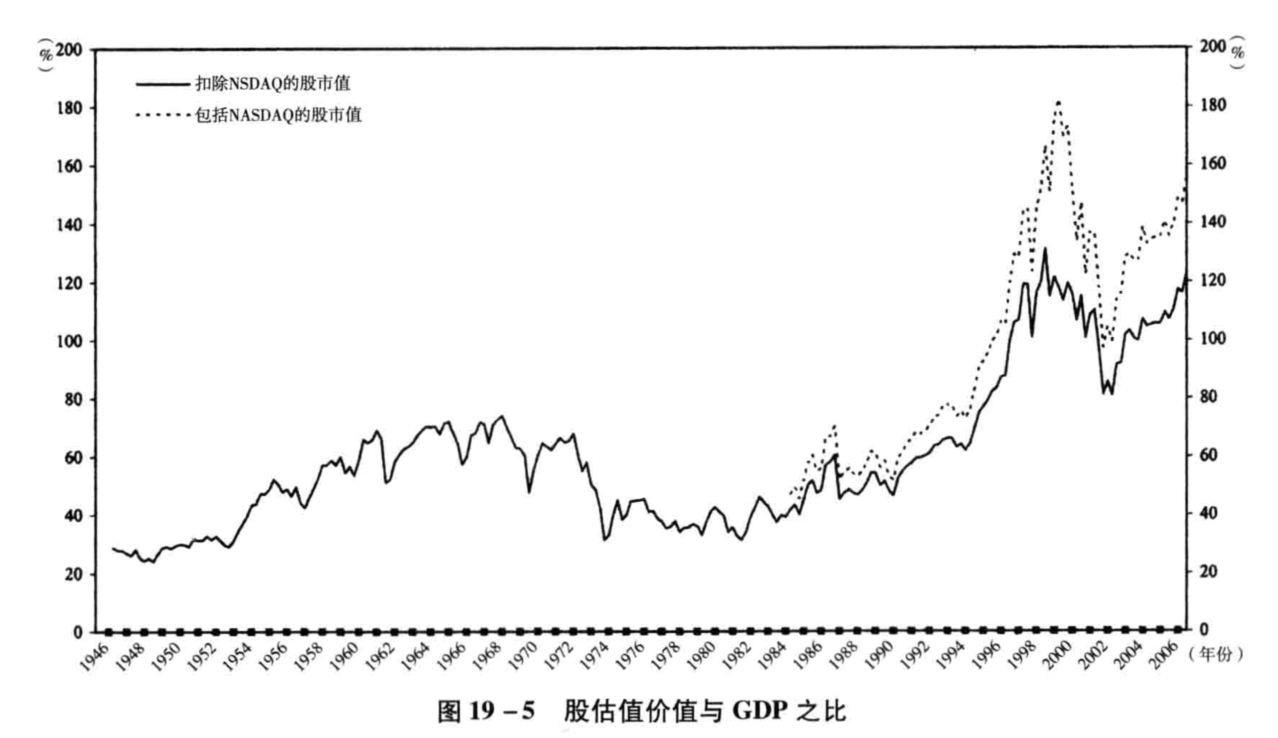


图 19－5　股估值价值与 GDP 之比

注：图中的实线是纽约证交所和美国证交所股票市值与 GDP 之比。虚线是加入纳斯达克之后的市值。季度数据，为每季度最后一天的市值。纽交所和美国证交所 1995 年后的市值数据，以及全部纳斯达克的数据都来自哈弗分析。横轴上的■是每年的第四季度。

投资者。《华尔街时报》（2001 年 3 月 5 日）摘录了一位律师的说法，“这太神奇了。貌似看起来有无数的买入机会……如果没有在纳斯达克投资，你会觉得自己就是个傻瓜。”

财富缩水导致支出减少，经济活动在 2001 年 3 月达到了峰值，并出现拐点。实际消费增长率从 1997 年 3 季度的 5.3%，跌到了 2000 年 1 季度的 2.4%，并在随后的 6 个季度中都维持在这一水平。下跌幅度最大的是实际非住宅固定投资，从 2000 年前两季度 14.6% 的增长速度，跌到了 2001 年的 -10.1%。2000 年第 3 季度到 2001 年第 3 季度期间，经济几乎陷入停滞，每个季度的增速平均仅为 0.2%。

在 2000 年 8 月时，数据就已经显示经济增长即将放缓。7 月份的（8 月 4 日发布）平均就业增长率几乎跌到 0（参见图 14 -7）。一开始，美联储经济学家并没有预测到经济下滑（参见图 13 -2），而之后在下滑加剧的过程中，FOMC 的反应又相对迟缓（参见图 21 -5）。由于之前的扩张性政策，进一步放松显得有些困难。2000 年的失业率为 4%，劳动力供给处于相对紧张状态，这限制了政策放松的效果。尽管 FOMC 的确在 2001 年初降低了联邦基金利率，但名义 GDP 在 2000 年下半年急速下跌，显示货币政策仍然有些偏紧（参见图 14 -6）。

在 2000 年 12 月 19 日的例会上，FOMC 维持了 5 月例会以来 6.5% 的利率水平。不过，在 2001 年 1 月 3 日的一次电话会议上，FOMC 将联邦基金利率降低了 0.5 个百分点。从此时起到 2003 年 6 月，FOMC 将联邦基金利率从 6.5% 逐步调低到了 1%。尽管短期实际利率在 2002 年中期时，从 2000 年中期的 5% 下降到了 0，但速度

可能还不够快，未能阻止货币政策的紧缩（参见图14－2）。

理解这一时期低实际利率的关键，在于生产率增长和公众乐观预期的相互作用。从根本上讲，实际利率是用未来资源衡量当前资源的价格。生产率增长较快时，人们若推断高增长在未来还会延续，就会觉得自己很富有。此时，实际利率必须足够高，才能限制当期的总需求，以适应有限的供给。

与之相反，生产率增长较快时，人们若对未来很悲观，实际利率就必须足够低才能提高总需求。在股市财富崩溃、2001年9月的恐怖袭击、2002年爆出的公司治理丑闻以及2003年的伊拉克战争之后，公众对未来的悲观情绪和不确定性感受开始盛行。[⑥]不过，尽管经济步入衰退，但生产率增长仍保持在较高水平。从1995年4季度到2001年4季度，劳动生产率（非农部门）平均增长为2.7%，与1948年4季度至1973年4季度期间持平。之后，生产率增速再次提高，在2001年4季度至2004年2季度期间，平均为4.3%。

三　对付一手烂牌

本节标题来自维尔德（2004年）的文章，“牌烂还是牌技烂。”维尔德的疑问是，与“扩张－紧缩”政策反复的时期相比，沃尔克－格林斯潘时代出现的低通胀和低产出波动并存，究竟是因为外生冲击（牌烂）减少还是因为消除了坏政策（牌技烂）？从亚洲危机爆发开始，一系列的冲击，丢给政策制定者一把烂牌。在亚洲危机冲击之后，股市暴跌、“9·11”袭击、公司治理丑闻以及中东地缘政治的紧张局势，导致油价大幅上涨，并造成了一次通胀冲击。

不过，尽管经历了一次衰退，美国经济运行依旧良好。2004 年到 2006 年，通货膨胀有所上涨，但仍然保持在温和水平。面对这些不利冲击，又该如何解释最后还算不错的结果呢？好牌技是如何克服这一手烂牌的呢？

这就又回到了货币规则还是相机抉择的老问题上。正如格林斯潘在 2001 年初担忧（美国国会，2001 年 2 月 28 日，第 60 页往后）的，滚雪球一般累积的悲观情绪极有可能拉低经济增长。在格林斯潘看来，好牌技需要赋予政策制定相机抉择的权力，以阻止市场情绪的波动。

> 经济政策很难对付信心骤失的状况……信心破裂往往出乎意料，这也是经济衰退难以被预测的原因之一。在经济扩张的不同阶段，信心变化不只是程度上的差异，而是有着截然不同的过程。在刻画非理性行为引发的这些过程上，我们的模型从未获得过特别的成功。

美联储观察家格雷格·叶（迈耶，2004 年，第 98 页）在《华尔街日报》（2001 年 2 月 1 日）上的文章标题是："美联储降息以遏制信心低落蔓延；在各种新的不利迹象中，对经济衰退的焦虑可能会自我实现。"

在这里，关于好牌技还可以有另一种解释，即美联储遵循了某种货币政策规则，通过将预期通胀维持在较低且稳定的水平，重新树立起了名义锚，并为价格体系运转提供了条件。两种观点的争议，在于如何认识通货膨胀的本质，如何看待价格体系应对冲击的能力，以及对货币本位实质的看法，等等。

第二十章　偏离价格稳定目标

在格林斯潘担任主席的最后几年中，公开市场委员会（FOMC）继续将预期通胀/增长缺口作为决策的主要依据，但将隐性的目标从价格稳定转变为低通胀水平。如果上述描述准确，一个问题便随之产生，《联邦储备法》为美联储设定的“价格稳定”和“充分就业”目标之间是否会因此发生冲突？要实现“充分就业”，是否需要货币价值持续下跌，即便其已经处于较低的水平？通货膨胀能“买到”实际产出的稳定吗？

一　提高隐性通胀目标

亚洲危机之后，FOMC 将隐性的长期目标从价格稳定调整成了低通胀水平（第 17 章）。自此之后，FOMC 在操作中，刻意避免通胀率低至 1% 的水平。图 20－1 列出了 5 年期名义国债与通胀保值国债（TIPS）收益率的差值，这个指标反映了金融市场对通货膨胀的预期。[①]在 1998 年秋，市场对通胀的预期几近于零。而到 1999

年，预期通胀率上升到了2.5%。而与此同时，FOMC没有传达出任何信息，认为这一预期通胀率超过了其意愿的水平。

2000年，预期通胀率开始逐步下滑并在年底跌到了1.75%。2001年，按照其一贯的逆风而行模式，美联储在衰退渐趋明显时下调了联邦基金利率，幅度与以往大体相当（参见图21-5）。[②]由于更关注通缩的危害而不是死守价格稳定，美联储下调联邦基金利率，意在抬升预期通胀率（参见图20-1）。到了2001年2月的下旬，预期通胀率回升到2%以上，到5月时超过了2.5%。

2003年，在预期通胀下滑并趋向零（价格稳定）时，美联储又一次出手干预（参见图20-1）。2002年下半年，通胀率开始下跌。鉴于实际利率在2000年8月上升到较高水平，这次通胀率下滑看起来与货币政策偏紧有很大关系。尽管美联储调低了联邦基金利率，但直到2001年11月，短期实际利率才下降到周期较低水平（参见图8-3）。到2003年3月时，核心CPI指数跌到1%以下。

2003年，通胀率下滑和负产出缺口同时出现，FOMC担心通胀下滑会演变成一场通货紧缩。格林斯潘（2005年8月26日，第5页）回忆道："在2003年夏天时……FOMC认为，通胀率下滑加速演变为通货紧缩的可能性还非常小。这种可能性一旦成真，对经济的打击甚大，所以我们还是决定把利率维持在超低水平。"

2001年11月的周期低谷之后，生产率强劲增长（而不是就业增长）推动了GDP的快速增长。到2004年2月时，非农就业人数仍维持在235万人，低于2001年3月的峰值。与20世纪90年代初的经济复苏相比，这是一次"无就业复苏"，引发了关于300万就业岗位短缺的讨论。就业增长乏力，单位劳动成本增长下降，进一

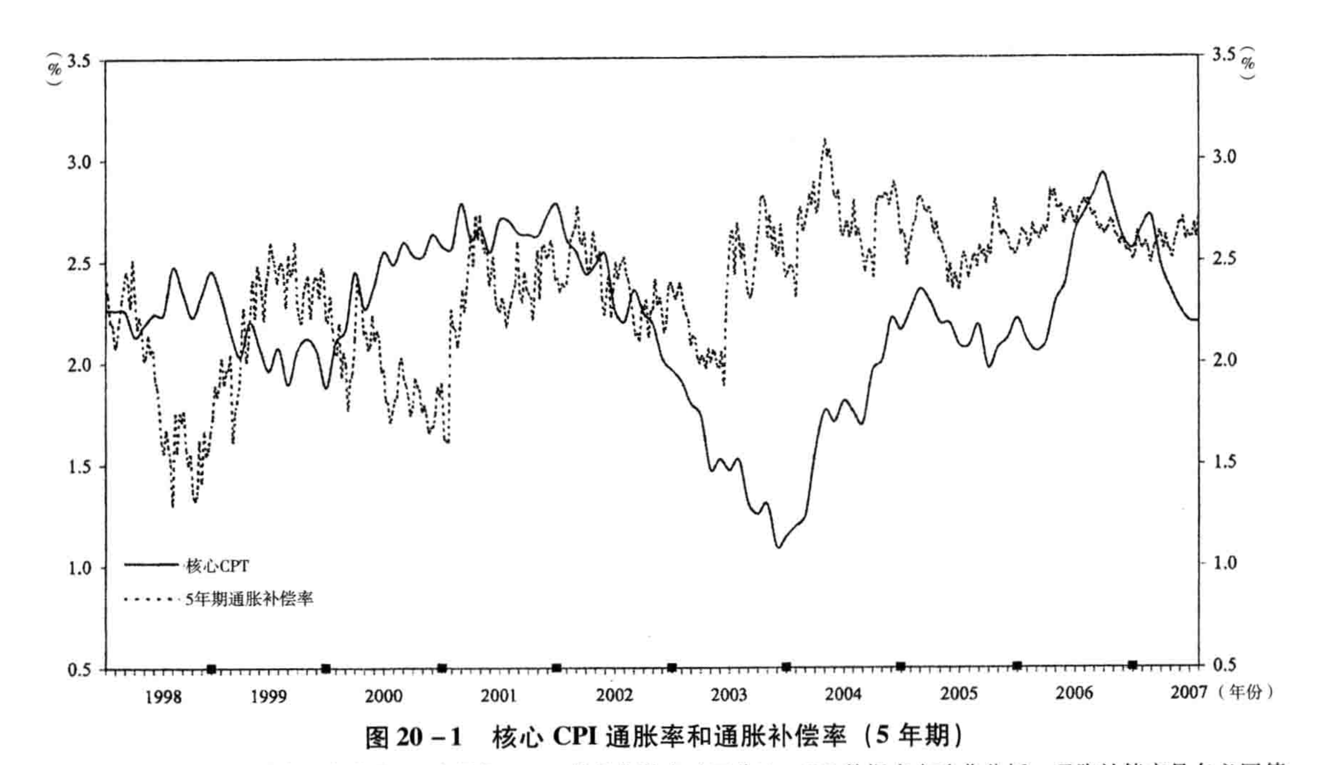


图 20－1　核心 CPI 通胀率和通胀补偿率（5 年期）

注：核心 CPI 通胀率是年化的 12 个月核心 CPI 价格指数变动百分比。CPI 数据来自哈弗分析。通胀补偿率是名义国债收益率和通胀保值国债收益率之差。名义收益率数据来自美联储货币事务局，通胀保值国债收益率来自彭博社（Bloomberg）。横轴上■代表每年的 12 月。

步强化了对通胀率下滑的担忧（参见图19－3）。

在2002年11月的例会之后，联邦基金利率一直维持在1.25%，在FOMC开始考虑零下限约束问题：如果名义利率接近于零，如何进一步调低实际利率？在2003年，伯南克理事（2003，第7页）写道："即便在今年剩下的时间或明年中，经济能有所起色，但持续的疲软仍会导致通胀率下滑。"伯南克（2003年，第3～4页）表达了对下述情形的担忧：

> 即使短期实际利率为零甚至是负，总需求仍不足以维持经济的强劲增长……通货紧缩阻止了实际短期利率的下调……这是名义利率零下限约束的结果。
>
> 经济疲弱可能引发更大幅度的工资削减和降价，进一步加剧通货紧缩。因为名义利率已降无可降，通缩加剧将提高短期实际利率……这又会降低总需求，反过来再强化通缩，并形成经济下滑的螺旋。

格林斯潘（美国国会，2003年7月16日，第49页）在国会作证时，也描述了"一个特别糟糕的可能……通胀率变成负值……并引发具有慢性破坏性的通缩螺旋。"[③]格林斯潘（美国国会，2004年2月25日，第28页）重复道："通缩一旦形成，后果将会格外严重。"日本的通缩经历为其提供了佐证。格林斯潘（美国国会，2003年5月21日，第21页）指出："在日本的经历之前，我们从来没有想到过会发生通货紧缩……现代世界中，我们还从没有过在信用货币制度下应对通货紧缩的经验，相关的知识储备也基本等于零。"耶伦主席（时任旧金山联储主席）（2005年；2006年）

指出：

> 从过往的历史可以知道，通货紧缩对经济的损害相当严重。日本过去10年的经历，最让人不安的一点恐怕就是，要摆脱通缩的困扰是多么困难……日本的……通缩经历……让我对政策利率所面临的零下限约束愈发担忧。

联邦基金利率降到零并非不可能。2002年11月6日，FOMC在声明中提到了“不确定性……主要由于地缘政治风险上升”。这部分是因为朝鲜再度开启核武器生产，但主要还是来自与伊拉克开战的可能性增大。2003年3月20日，美国最终入侵伊拉克，不仅影响了局部地区的稳定，也引发了一系列的恐怖袭击。如果再来一次“9·11”袭击，自然利率（充分就业）真有可能变成负数。在2003年6月24~25日的例会期间，FOMC发布声明称：

> 鉴于经济运行有可能在更长的时期里低于潜在水平，而生产力增长将继续保持强劲……导致通货膨胀率进一步走低……在这种背景下，出现了一种担心，如果经济疲弱持续的时间超乎预期，或总需求招致另一次负面冲击，通胀率可能下滑至极低水平，并让货币政策实施变得异常困难。

在2003年5月6日的声明中，FOMC改变了以往的表述方式，将经济增长和通货膨胀的风险分开进行了评价：“委员会认为……经济上行或下行的风险大致相当。但通胀率持续下行的风险，尽管发生概率较小，但比通胀加速上涨的可能性大。”

由于不存在通胀目标，FOMC的上述声明向市场明确表达了不

希望通胀率继续下跌的意愿。通过这种信息传达，美联储可以在不调整联邦基金利率的情况下，压低国债收益率曲线。否则，如果直接下调利率，可能会激发公众关于零下限约束问题的关注和讨论。对当时的美联储来讲，这还是一个极具争议且不熟悉的领域。此外，继续降息也可能会传递对经济的悲观信号，并拖累脆弱的复苏之路。

5 月的例会之后，格林斯潘（《纽约时报》，2003 年 6 月 4 日）评论认为，通货膨胀复燃的可能性极低，这给美联储专心对抗经济疲弱提供了一个额外的“保险”。连同 FOMC 5 月例会的声明，格林斯潘这些言论导致债券利率急跌。10 年期国债收益率从 5 月例会前的 3. 89%，降到了 6 月例会前的 3. 25%。不过，在 6 月的例会上，由于联邦基金利率下调幅度仅为 0. 25%，而不是之前市场预期的 0. 5%，国债收益率随之有所反弹。④

6 月例会上，FOMC 就基金利率如果为零时如何实施货币政策展开了讨论，但没有达成共识。⑤在之后的政策操作中，美联储开始尝试在不下调联邦基金利率情况下，压低收益率曲线。为了达到这一目的，FOMC 在声明中强调，联邦基金利率可能会在长时期内保持低位运行。在 2003 年 8 月 12 日例会后的声明中，FOMC 再次指出，“宽松政策将维持相当长的时间”。这个阶段的政策带来的一个长期后果，是形成了维持一定通胀水平（高于物价稳定）的要求。格林斯潘（迈耶，2004 年，第 193 页）将其比作“防火带”（fire-break），伯南克（2002 年，第 4 页）也谈到“美联储应尝试保持一个通胀缓冲区间”。

2004 年，一轮小规模的通胀恐慌取代了 2003 年对通缩的担忧。

基于可得数据，2003 年前 8 个月的核心 PCE（消费者支出价格指数）平均为 0.8%。而在 2003 年 10 月到 2004 年 3 月的半年中，该指数迅速升至 2.1%。这一情形再次证明，用产出缺口来预测通胀存在很大问题。[⑥]通胀预期与产出缺口的变化相互冲突，让这个时期的政策实践带有几分“实验”色彩。[⑦]10 年期通胀补偿（名义国债与通胀保值国债收益率之差）在 2003 年 6 月下跌至 1.6%，之后开始回升，并在 2004 年 5 月达到 2.6%（参见图 17－1）。通胀预期上升与负产出缺口相互矛盾，而且，通胀预期对实际通胀的预测结果要优于产出缺口。在理论上讲，这意味着前瞻预期的菲利普斯曲线在预测上好于后顾式预期。

合理的结论是不能排除零下限约束的可能性。重要的是要认识到，当实际通缩和预期通缩互相强化并形成下降螺旋时，预期才会真正制造麻烦。在现实中，货币政策通过实践某种规则，可以影响预期的形成。如果政策规则稳定了价格预期，那在公众心目中，通货紧缩之后必然会是通胀的上升，这意味着，即使名义利率为零，实际利率仍有可能继续下降。[⑧]利用这类规则，FOMC 可以更好地影响收益率曲线。就这个意义上讲，仅是维持通胀率为正的政策操作并不能替代公开、可行的货币政策规则。规则之所以能有力对抗通货紧缩，根源在于中央银行有开动“印钞机”……几乎无成本、无限度……供给美元的能力。（伯南克，2002 年，第 5 页）。[⑨]

1999 年中以后，FOMC 开始遵循通胀预期/增长缺口决策模式。在这一框架下，FOMC 不允许通胀超过适度水平。从 FOMC 成员屡屡提到的 1%～2% 的“合意区间”来推测，这个水平大致为 2%。实际 GDP 从 2003 下半年开始强劲增长，到 2004 年 6 月，随着就业

增长超过劳动力增长率，FOMC提高了联邦基金利率。此时，利率在1%水平上已维持了一年。[10]

在当时，还没有明显证据表明经济复苏已畅通无碍。在2003年10月至2004年2月期间，平均就业增长率仅为0.65%。失业率在2004年3月达到5.7%，距周期峰值6%相去不远。到6月例会时，FOMC手中还只有4月和5月两个月的数据，初步显示三个月平均的就业增长率可能超过2%。在不确定性还较大的情况下，美联储启动了加息进程。

事实上，7～9月的平均就业增长率再次回落到1%以下。而且，2004年的单位劳动成本也出现了负增长（参见图19－3）。但即使如此，FOMC继续加息0.25个百分点。通过对利率的先发调整，并在经济复苏波折不断的情况下，将加息操作维持到了2006年6月，FOMC向市场再次传达了其反通胀的承诺。这一承诺贯穿了整个沃尔克－格林斯潘时期（赫泽尔，2006年）。

沃尔克－格林斯潘时期“准规则”似的政策行为，在引导预期和实际通胀方面取得了很大的成功。从一次规模堪比1973年和1979年的通胀冲击经历中，我们可以看出这一点。2006年夏天，原油价格从2003年底每桶30美元飙升到74美元。尽管对实际物价产生了很大的影响，但预期通胀率仍稳定在2003年中以来的2.5%左右（参见图20－1）。与这一预期通胀率相一致，核心PCE（个人消费支出价格指数）稳定在略高于2%的水平。

二　控制通胀：机会主义选择还是系统性任务？

格林斯潘（美国国会，1999年7月22日，第19页）曾对逆风

而行的决策模式进行过描述，即根据资源利用率变动状况而调整联邦基金利率。“我们不能断定……真实的潜在（增长率）究竟会是多少……不过，这也不是我们关注的重点。我们应该关注的是，经济过程中所出现的失衡现象。”后来，格林斯潘（美国国会，2000年2月23日，第14页）在国会回应联储是否通过加息来限制增长的问题时，对上述观点进行了扩展：

> 参议员，我能理解您的想法，因为我曾经也有过相同的疑惑……在我看来，经济增长能有多快，并不是中央银行该管的事情……我们关注的是，总需求在长期内相对于总供给的变化……最好的方法，是看失业人数的变化……我们关心的……不是总需求增长率或总供给的增长率，而只是二者差异……我们并不知道潜在增长率究竟是4%、5%、6%还是8%。真正值得强调的……只是总需求与总供给变化的差而已。

在上述背景下，我们的问题是，沃尔克－格林斯潘时期物价和经济的稳定，是否源自逆风而行的“准规则”模式为货币体系提供了新的名义锚，并让价格机制发挥了应有的作用？还是因为相机抉择的货币政策模式，充分利用了实体面的有利变化，并在危机时期代替了市场和价格机制所致？作为伯恩斯开创的NBER（国民经济研究局）学派的信徒，格林斯潘并不笃信货币规则。他非但不看重价格体系在宏观经济应对冲击方面的作用，更多时候，格林斯潘还在批评NAIRU（非通胀加速失业率）规则在预测通胀上不尽可靠。就这点来看，美联储在阐明货币本位方面的依然任重道远。

我们的观点是，到1999年底时，FOMC回归到了极具沃尔

克－格林斯潘时期特点的通胀预期/增长缺口决策模式。凭借这种模式，美联储在允许价格体系充分发挥作用的同时，对通胀预期进行了有效的管理。面对增长缺口，美联储持续调高联邦基金利率，使实际利率不断趋向自然利率。美联储可信的政策承诺（即为维持通胀趋势不受冲击的影响，联邦基金利率可以提高到任何可能的水平）为货币体系提供了新的名义锚。在我们看来，在任何时候、任何地点，通胀变化趋势都是可以由中央银行操控的名义预期现象（赫泽尔，2006 年）。

附录：日本的通货紧缩和中央银行的货币创造

日本的通货紧缩经历，让零利率下限约束成为一个现实的问题（格拉姆利克，2005 年，第 23 页；迈耶，2004 年，第 190 页、第 202 页）。这一经历，激活了许多曾用于解释大萧条的货币学说。（对于这些观点的讲述，参见波森，2006 年）。在这些学说看来，日本银行应该阻止土地和股票价格飞速上涨而引发的“资产泡沫”。泡沫破裂后，强大的非货币因素彻底束缚住了货币政策的手脚。在隔夜利率为零的情况下，日本银行在刺激经济方面变得无能为力。其后来的“量化宽松”政策表明，单单靠创造货币并不能刺激总需求的增长。凯恩斯主义的流动性陷阱让货币政策刺激难以施展。

对此，赫泽尔（1999 年；2003 年；2004 年 b）提出了不同的看法。1990 年后，日本的 M2 增长跌至历史低位，反映其实际货币政策偏向紧缩。考虑日本银行称其 2001 年 3 月后的操作为“量化宽松”政策，实际政策效果与政策意图之间的矛盾，多少有些让人

困惑。1999年2月，日本银行将通知放款利率（相当于联邦基金利率）压到0.15%以下，正式引入了零利率政策。到2000年8月，日本银行放弃了该政策，并提高通知放款利率。2000年秋天，日本经济旋即转入衰退。2001年3月，日本重启零利率目标，但由于日本央行行长不愿承认其重操之前过早放弃的政策，于是将这次调整称为“量化宽松”（作者对日本银行货币政策委员会成员中原伸之的采访，2003年10月2日）。

在新的政策操作下，日本央行将收益曲线短端压低到零，并将银行体系的超额储备金数量控制在与这一利率目标相一致的水平（赫泽尔，2004年b）。为实现这一目标，日本央行无限度地向银行体系提供其在零利率下所需的任何数量超额准备金。不过，日本央行从未将基础货币供给作为直接刺激名义总需求或抬升价格水平的工具。弗里德曼（2005年）证明，只有随货币收缩出现的股市下滑，才会引发通货紧缩。日本的经历不能说明，在通货紧缩环境下，央行通过直接购买低流动性资产来实施的货币刺激也是无效的。

就以上来看，日本经历的困扰，根源在于其中央银行用利率作为政策实施的工具。在这种情况下，日本央行的认识出现了偏差，将自己的任务定位为控制资金价格，而不是创造货币。当短期利率为零时，中央银行的确无法再通过调整政策工具来压低实际利率；但是，央行总是可以制造流动性，推动银行体系调整资产组合，增加对低流动性资产的购买。

如果美联储用银行准备金（而不是联邦基金利率）作为政策工具的话，可以更清楚地表现出现代中央银行的本质属性。具体地

说，美联储可以恢复其在 1972 年曾采用过，但后来被伯恩斯放弃了的准备金决策模式（参见第 8 章，附录：“伯恩斯领导时期的货币政策程序”）。关于用准备金目标代替联邦基金利率目标的详细建议，可参见赫泽尔（2004 年 a，第 4 部分）。

第二十一章　沃尔克 - 格林斯潘体系

逆风而行是公开市场委员会（FOMC）基本决策模式，在这一框架下，当经济增长超过（或低于）趋势值时，美联储会持续提高（降低）联邦基金利率。不过，这一决策模式有两个未解决的问题。首先，FOMC 如何确定利率调整幅度，以确保通胀趋势不变？其次，FOMC 对实体经济应有多深入的了解？其掌握的产能过剩信息可靠吗？或者，是否知道资源利用率的变动情况。

我们用“预期通胀/增长缺口”来描述沃尔克 - 格林斯潘时期的货币政策，并会在本章第一部分和第二部分提供上述问题的部分答案。首先，尽管 FOMC 在 1982 年 10 月放弃了货币供给目标，但仍希望锚定被之前的“扩张 - 紧缩反复”政策所搅乱的通胀预期。为此，FOMC 将债券市场视为“煤矿里的金丝雀”（译者注：金丝雀对瓦斯极为敏感，早期被煤矿工人作用作报警工具），从中把握通胀预期的细微变化，并根据实际情况，不时变动逆风而行调整的频率和幅度。美联储试图以此说服市场，为维持通胀趋势的稳定，

其不惜任何代价。其次，常规性的逆风而行政策，主在基于资源利用率的变化（增长缺口）。泰勒规则做出了更苛刻（和不切实际）的假定，即 FOMC 拥有可靠的有关产能过剩（产出缺口或就业缺口）的知识和信息。

本章第三和第四部分解释了货币本位的本质为何如此具有争议。第五部分评价了沃尔克 - 格林斯潘的试验是否支持理性预期假说。附录则提供了对于沃尔克 - 格林斯潘体系的实证研究概述。

一　维持通胀趋势不变

方程（1）概括了沃尔克 - 格林斯潘时期的政策模式：

$$i_t + i_{t-1} + \alpha\,(\pi_t^e - \pi^*) + \beta\Delta R_t^{RU} \qquad \alpha\beta > 0 \tag{1}$$

其中，i 是联邦基金利率，π_t^e是预期通胀率，π^* 是隐含的通胀目标。ΔR_t^{RU}是资源利用率变动，测算的是实际产出比潜在产出增长快（或慢）多少，即，（$\Delta y_t^s - \Delta y_t^p$）$\neq 0$，$y_t$ 为实际产出（对数形式）。上标 s 指的是经平滑的实际产出，剔除了暂时性因素。上标 p 指的是潜在产出，Δ 是一阶差分符号。[1]

要达成沃尔克 - 格林斯潘时期稳定通胀趋势的目标，美联储需要采用前后一致的政策模式来引导预期。首先，FOMC 必须降低预期通胀趋势值。其次，还必须消除公众的下述观念，即通胀趋势与正实际冲击（产出增长对潜在水平的偏离）正相关，通胀趋势与通胀冲击（传递到价格水平的相关价格变动）正相关。在这种政策模式下，美联储不能再像“扩张 - 紧缩反复”时期一样，直接干预价格体系的运转，而只能通过调节货币供给来间接影响价格变动。略带强制的名

义预期稳定目标，对逆风而行的政策形成了约束，在一定程度上赋予其“准规则”的特征，并允许价格体系发挥应有的功用。

考虑一个外部冲击的情形，使实际增长率超过了潜在水平（资源利用率持续增长）。在政策具有可信度的情况下，市场相信美联储将持续加息，以确保通胀趋势不受影响。[②]收益曲线的整体上移，反映市场预期未来的实际利率将走高，而非通货膨胀率上升。实际上，市场将在名义预期稳定的情况下，连续不断地评估要让产出回归趋势值所必需的实际收益率水平（赫泽尔，2006 年）。

推动沃尔克－格林斯潘货币政策形成的动力，在于想借此树立美联储政策的可信度。政策制定者充分认识到，自己的职责是让公众的通胀预期符合稳定的通胀趋势目标。当众议员尼尔问沃尔克（美国国会，1987 年 7 月 21 日，第 21 页）“通货膨胀是如何被控制住的?”沃尔克回答：“通胀过程有其特有的演化逻辑。其……根源于人们对决策者是否会采取措施应对通胀，缺乏足够信心……实际上，在很大程度上也取决于，人们对无须担忧通胀的环境持续下去有无信心。”政策可信度的基础，在于让市场相信美联储具有独立性，可以超然于各种压力之外，将利率调整到维持通胀稳定所需要的任何水平。

在沃尔克和格林斯潘领导的时期，FOMC 用长期债券收益率变动来把握其政策可信度的情况。[③]格林斯潘（美国国会，1993 年 2 月 19 日，第 55 ~56 页）对这种基于预期的货币本位进行了解释：

> 汉弗莱－霍金斯法案……要求美联储“有效推动充分就业、价格稳定和长期利率适度”等目标。在其中，将长期利率

> 维持在适度水平尤为重要……对我们的经济结构调整而言，更低的中期、长期利率以及通胀率至关重要。而货币政策必然会在推动这些利率下行的工作中，发挥其应有的作用。

由于担心通胀预期上升会迫使出台宽松的货币政策，通胀恐慌的过程充满戏剧性（古德福里恩德，1993 年）。在通胀恐慌期间，为赢得政策可信度，FOMC 必须提高实际利率，并承担因此可能导致的产出损失。美联储无法通过利率这一个工具，同时实现自然利率和控制通胀预期两个目标。[④]正如米切尔理事在 1974 年说的那样："公众形象和政策可信度是委员会面临的一大挑战，另一个挑战则是货币政策影响实体经济活动的有效性问题。"（摘自梅耶，1999 年，第 49 页）

即便树立了政策可信度，对债券收益率定价的高度关注，还会继续对美联储不同期间的利率政策形成约束，因为市场很容易洞悉其针对资源利用率变化所做出的系统性反应。在长期中，预测上的不确定性意味着决策者和市场，在需要怎样的利率调整才能将实际产出维持在潜在水平（通货膨胀率也因此会保持稳定）的问题上，会时常出现分歧。不过，在多数时候，政策制定者并不愿用意料之外的利率调整来惊扰市场。这种不愿偏离市场共识的态度，赋予了货币政策一种"准规则"的性质。

二 实施"逆风而行"的政策

FOMC 从未试图在增长缺口估计方面达成共识，而将关注重点放在资源利用率的持续变化上。尽管宏观经济冲击会导致最优资源

利用率发生变动，但不可能无限期地上升或者下降。正如等式（1）所显示的，当资源利率发生持久性变化时，FOMC 将调整联邦基金利率作为应对。

按照泰勒规则的说法，FOMC 会根据产出缺口来设定联邦基金利率。但即便在 1979 年之前，FOMC 的《会议纪要》也查不到任何有关其使用过产出缺口的证据。更可能的情况是，产出缺口计量的精确度不高，使 FOMC 很难在内部讨论中使用这一指标。不过，在更早的时期，政策制定者曾认定，在产出缺口为负（以失业率大于4%衡量）的情况下发生的通货膨胀，必定是成本推动型通胀（而不是需求拉动型通胀）。在这个意义上，产出缺口也会对政策制定有所影响。建立在过分悲观的产出缺口估计值基础上的菲利普斯曲线，往往会低估实际的通货膨胀水平。（参见图 8－4；梅耶，1999 年；欧菲尼德斯，2003 年 b；欧菲尼德斯和范·诺登，2002 年）。

1980 年代，政策制定者倾向于在增长缺口由负转正时就启动加息，而不是像以往一样，要等到产出（失业率）缺口由负接近零时，才开始调整利率。[6]用增长缺口代替产出缺口，使对潜在产出路径（或充分就业对应的失业率水平）的估计变得不再重要。[7]政策制定者只需要知道的是，失业率持久下降所对应的高增长通常都不可持续。之所以改用增长缺口指标，与 FOMC 对关注通胀预期有关。在实践中，每当实际产出开始强劲增长，“债市义勇军”就迅速抬高债券利率，通常情况下，这意味着通胀预期上行。[8]

使用增长缺口指标，并不需要 FOMC 就该指标的各个组成部分（如实际产出增长及其趋势值）达成一致意见，[9]而只需就产出增长

的可持续性（也即资源利用率变化趋势）达成共识即可。格林斯潘（美国国会，1996年2月20日，第8页）在国会作证时，对此曾进行过说明：

> 实际增长持续偏离潜在水平是需要进行政策调整的信号……比如，在1994年的四个季度中，实际GDP……增长了3.5%。如果这是因为长期潜在生产能力提高所致，资源利用率就不应该发生变化。但相反，工业产能利用上升近3个百分点，失业率则下降1个百分点。此外，我们也看到了设备紧张的迹象：物料运输明显放缓，工厂加班现象大幅增加。

FOMC的讨论通常都集中在增长缺口的各种间接证据上（参见格林斯潘在美国国会的发言，1995年1月25日，第4页）。格林斯潘（美国国会，1994年7月20日，第54~55页）对此进行了概括：

> 政策制定者需要寻找……紧缩的证据，以表明通胀压力是否真正地在累积……熟练工人短缺、罢工，以及在特定地区难以找到工人的事例，都反映出这种可能。为吸引更多工人，雇主会增加招聘广告……企业会选择招聘一些非熟练工人，并为他们提供培训……在企业努力扩大生产以满足需求增长的同时，我们也会看到货币和劳动力短缺的信号。企业还可能在获得某些原料方面遭遇困难。供应商表现将有所恶化，新订单的交货周期会延长。原料和商品供应上的压力，最终将反映为产品价格的上涨。

资源利用率上升最重要的证据是劳动力市场的紧张。图 21－1 画出了实际 GDP 增长和与失业率的变动情况（鲁迪布什，2000 年）。从中可以看到，实际增长超过趋势值，通常都伴随着失业率下降。[10]不过，仅看失业率可能形成误导，因为劳动力市场紧张会伴随着劳动参与率提高，并阻止失业率下降。鉴于此，FOMC 也会参考就业增长率与劳动年龄人口增长率的相对变化。格林斯潘（美国国会，1999 年 7 月 28 日，第 44 页）在国会作证时曾指出：

> 经济增速大幅上升并非都不可持续——但前提是不超过长期劳动力增长和生产率增长之和。不过，在生产率加速时期，很难判断经济会在何时步入过热状态。在这种情况下，评估劳动市场的基本状况，会对最终的判断有所助益。去年，就业增长率超出劳动年龄人口增长率差不多 0.5 个百分点……这意味着实际 GDP 增长可能快于潜在水平……毫无疑问，如果寻找工作的人数下降足够大，工资成本上行的压力将无可避免，这是……最基本的供求规律。

在 1980 年前，失业率曾是一个政策目标。之后，变成了决策指标的一个变量。对此，格林斯潘（美国国会，1999 年 7 月 28 日，第 16 页）评论道：

> 将某个具体数值的失业率作为政策目标来强调……是一种短视行为。在我看来，您实际想要的是尽可能快的可持续经济增长……这个目标实现时的失业率……自然就是最合意的失业率水平。

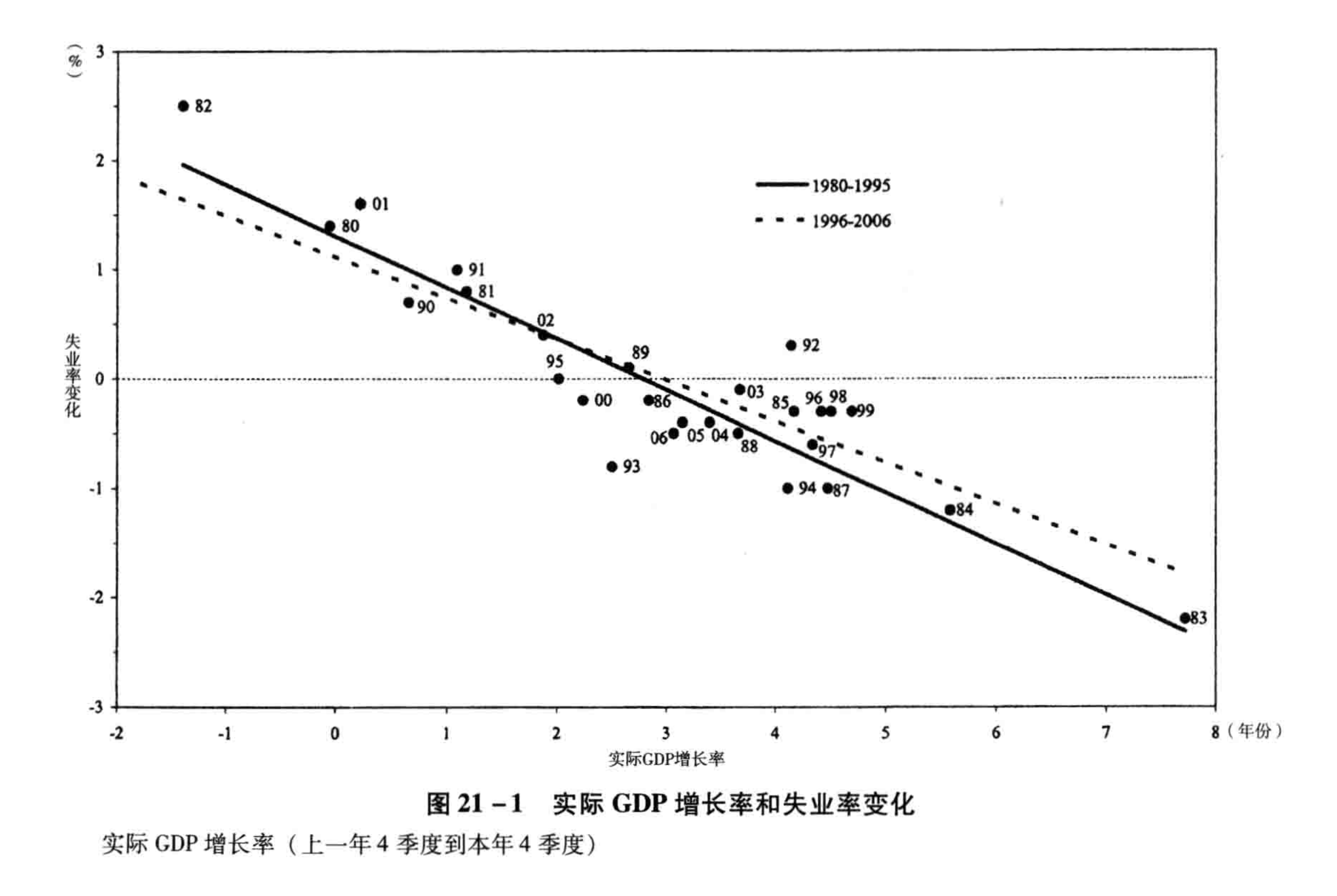


图 21－1　实际 GDP 增长率和失业率变化

实际 GDP 增长率（上一年 4 季度到本年 4 季度）

三　定义货币本位

将货币政策模式概念化，就是在货币决策模式和宏观经济变量之间建立理论上的关联。沃尔克－格林斯潘时期的决策模式可以概括为“逆风而行”。美联储在经济增长“强劲”（即经济增长超过潜在水平，且失业率下降）时，提高联邦基金利率，在经济“疲弱”时调低利率（参见附录，“沃尔克－格林斯潘体系概述”）。理论框架的作用，在于其决定着如何理解“逆风而行”操作中，各期联邦基金利率的设定原则。货币数量论的一个观点认为，现代中央银行必须为货币体系提供名义锚（也即，赋予信用货币定义良好的价值）。这个观点凸显了沃尔克－格林斯潘时期，美联储重建名义预期稳定的重要意义。也正因为此，我尤为强调，美联储为实现低通胀预期，所采用的决策模式具有“准规则”特征。

不过，对这一时期的货币政策也有另一种理解，即美联储相机行事，“灵活地”在通胀和失业之间进行权衡、选择。对此，美联储前理事布林德（布林德和雷斯，2005 年，第 14～16 页）曾写道：“在他（格林斯潘）担任主席的时期，美联储的政策是十足的相机抉择。在战略约束最小、战术灵活性最大的前提下，逐期进行决策，并且多数时候也不做解释。”

对“逆风而行”的政策模式，得出了迥然不同的解释，其原因在于不同的理论框架，对美联储的决策行为有完全不同的理解。[11]在前述货币数量论的假定中，名义锚的特征决定了通胀行为。而在后一种理论框架中，通货膨胀由实体经济变量内生决定，[12]也就是说，在没有美联储政策介入的情况下，通胀冲击在今天制造的通货膨

胀，会演变为将来的通货膨胀。在这种假定下，美联储“逆风而行”的政策就是不断调整联邦基金利率，以“平滑”各种通胀冲击。接下来的问题是，这种所谓的相机抉择，究竟是逆风而行政策的核心特征，还是只是为了平滑设定长期利率时所忽略的收益率曲线而已？

首先，FOMC 很少扭转联邦基金利率变动的方向（古德福里恩德，1991 年）。从图 21－2 中可以很清楚地看到，联邦基金利率的拐点（在图中用方块标注处）不多。从 1971 年 FOMC 开始设定联邦基金利率目标，到 2006 年，总共只出现过 32 个利率拐点。多数时候，FOMC 都维持联邦基金利率单向变动，只是在初期的增长迹象明显变得可持续后，才会终止降息进程，加息操作的终止则与之相反。[13]

其次，FOMC 极力避免把加息与失业率上升联系起来。从 1983 年 1 月到 2006 年，在 176 次观察中，只有 10 个例外。其中，除 3 次以外，其余几次都发生在 2 个时间段。[14]第一个时期是 1988 年开始的反通胀；第二个时期从 2004 年 6 月开始，联邦基金利率从之前 1% 的水平，连续以每次 0.25% 的幅度上调。两个时期中，周期性失业率水平都有明显下降。另外 3 个例外情形发生在通胀恐慌期间，即债券收益率或用保值国债收益率衡量的通胀预期大幅上升期间（参见图 17－1）。分别是 1984 年 8 月 15 日，在失业率从 7.1% 升到 7.5% 之后；1994 年 8 月 16 日，失业率从 6% 升到 6.1%；2000 年 3 月 21 日，失业率从 4% 上升到 4.1%。

政治层面对就业问题的担忧对决策形成了制约，我将上述两种情形称为双重约束。在第一个情形中，美联储极力避免在经济复苏

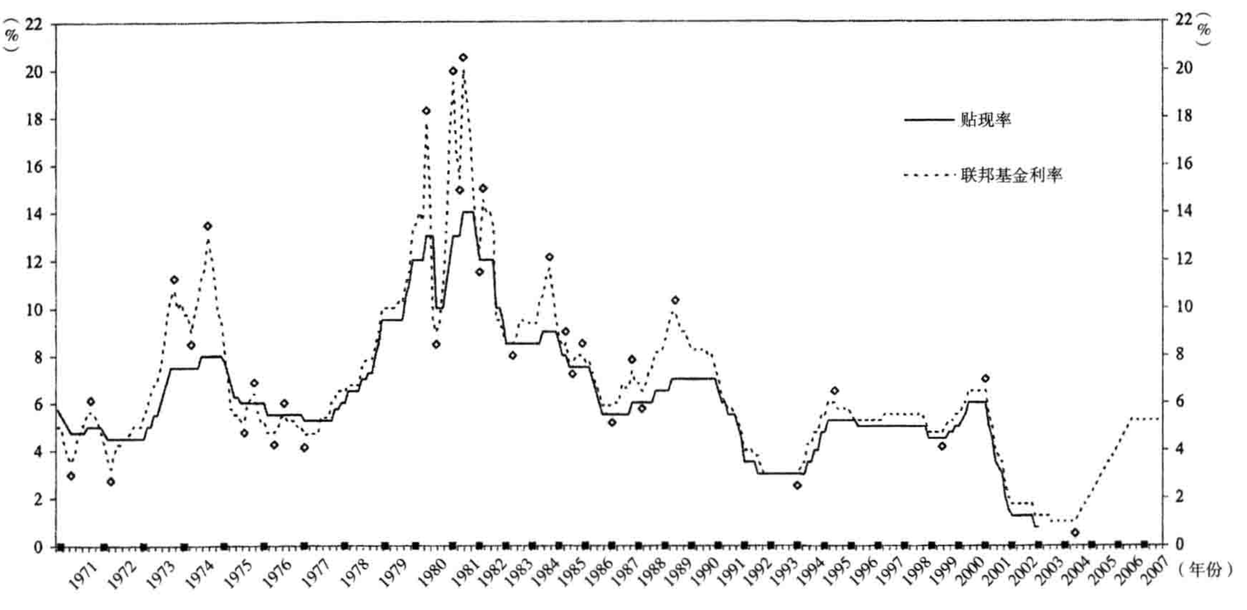


图 21－2　联邦基金利率及拐点与贴现率

注：数据与 FOMC 历次例会相对应：1978 年每月一次例会，此后的每年 8 次例会（1980 年有 11 次）。参见附录“FOMC 数据”对联邦基金利率序列数据的说明。方块标注的是利率拐点。目标利率变动 0.125 个百分点产生的拐点不在其中。贴现率是每次 FOMC 例会期间，纽约联储当时所执行的调节贷款利率。调节贷款在 2003 年 1 月 9 日终止使用，代之以与联邦基金利率挂钩的优惠贷款。横轴上■代表每年 12 月的例会。

初期调高联邦基金利率，以免干扰经济复苏进程。否则，即便之后再下调利率，也会招致“破坏经济复苏”的批评。在经济复苏前景明朗之前，这种平滑调整的约束会反映为美联储迟迟不愿加息。

第二种情形，主要目的是让美联储避免受到为控制通胀“损害劳动大众利益”的指责。一般而言，该约束没有实质影响。因为通常情况下，失业率上升都意味着资源利用率持续下跌，并要求调低联邦基金利率。[15]不过，在预期通胀超出 FOMC 的隐性目标，而同时失业率还在上升（在通胀恐慌时，可能会出现这种情形）时，双重约束问题就会显露出来。没有设定显性的通胀目标，赋予美联储一定的灵活性，不用在失业率上升的同时提高联邦基金利率。若非如此，政策可信度就会受到影响。

对联邦基金利率的设定而言，上述这两个约束的影响是无关宏旨，潜在不稳定的，还是激进政策的核心所在呢？此处的观点是，只有在美联储建立政策可信度（维持既定通胀目标不变）的情况下，这些约束才会无关紧要。此时，在短期内做出的各种利率调整，不会对更长期的利率和收益曲线产生影响。不过，在过去很长一段时间中，FOMC 不断偏离实际通胀率和预期通胀率目标。持续的利率平滑操作，使联邦基金利率趋向于单向的惯性调整，最终催生了“扩张－紧缩”反复的周期。

在中央银行建立起通胀目标的可信度后，最为要紧的是如何确保通胀趋势不偏离目标。在 1981 年、1982 年和 1990 年，美联储在经济周期顶部都选择了持续调高利率，来降低通货膨胀水平。但如果建立了政策可信度，还需要这种单向的惯性调整来控制通胀吗？现实世界中，通货膨胀是内生决定的吗？以至在政治上可行的控制

通胀的策略，必须要等到经济比较疲弱的时期才能实施？

对上述问题做出肯定回答的政策，在不同时期曾被贴上过不同标签，诸如渐进主义、有弹性的通胀目标，以及机会主义式反通胀，等等。[17]曾担任 FOMC 秘书和经济学家的科恩（Kohn）（美联储理事会，纪要，1995 年 12 月 19 日，第 30 页），在回应乔丹主席（克利夫兰储备银行主席）的问题时，就曾对机会主义式反通胀进行过描述：

> 经济时常会受到冲击侵扰，这不是故意让经济疲软以压低通胀水平的问题。问题是如何利用这些冲击（不管冲击的对象是通胀预期、需求、供给还是其他），要用它们来拉低通胀水平。如果对冲击做出不对称反应，上行冲击时强一些，下行冲击时稍弱一点，随着时间推移，通货膨胀率自然而然就会下降。

这种机会主义式反通胀的策略，在实践中的效果究竟如何呢？“扩张－紧缩反复”时期的经历给出了明确的答案。在通胀抬头之初，经济增长强劲的同时失业率下跌，FOMC 开始持续上调联邦基金利率，直到实际利率上升到压垮经济的程度。之后，FOMC 开始谨慎地下调利率，但速度相当迟缓。其意图是通过维持适当的利率和失业率水平，来渐进、长期地降低通货膨胀。

在反通胀的过程中，由于没有美联储明确的引导，预期和实际通胀水平都只能缓慢下降。公众唯一知道的是，美联储正在通过推高失业率来压低通胀趋势。1970 年代的滞胀经历表明，预期缺口（政策缺乏可信度）对通胀的影响完全压倒了产出缺口。亚历克洛

德（1971 年，第 27 页）指出，通胀预期的缓慢调整会迫使 FOMC 延长货币紧缩的时间[18]："在控制通胀心理成为主要政策目标的情况下……放松货币会变得很困难，因为这可能会被看成美联储不愿继续压低通胀预期的信号。"

因政策引发的扩张和紧缩循环，让通货膨胀变成了持久的现象。通胀冲击则更加剧了这一持久性。但是，这并不意味着通货膨胀是自我实现的，不受货币政策的影响。[19]也不意味着美联储可以通过调节名义总需求来控制实际变量。类似地，也不能认为，美联储必须付出高失业的代价才能压低通货膨胀。一些观点认为，鉴于通胀的持久性，要避免失业率大幅上升，美联储在控制通胀时必须遵循机会主义策略，但这种推断明显是循环论证。

此外，机会主义策略也可能影响产出的稳定。弗里德曼（1968 年）和卢卡斯（1972 年）认为，菲利普斯曲线经不起推敲。如果实证研究所发现的失业率与通货膨胀负相关的关系，是因名义总需求未预期波动而引起，那么，通过调控通胀率来控制失业率的政策，会让这种相关性趋于消失。反之亦然。如果弗里德曼和卢卡斯是对的，试图通过维持适当的失业水平，来渐进、持续地压低通胀率的策略，就注定会失败。图 21 - 3 所列出的失业率变动，与上述判断基本一致。当失业增长率（年化）达到 0.3% 的临界值时，通常会继续上行而不是回落。

四　沃尔克 - 格林斯潘时期：相机抉择还是遵循规则？

不同的理论框架，对通货膨胀的本质及其与实体经济的相互作

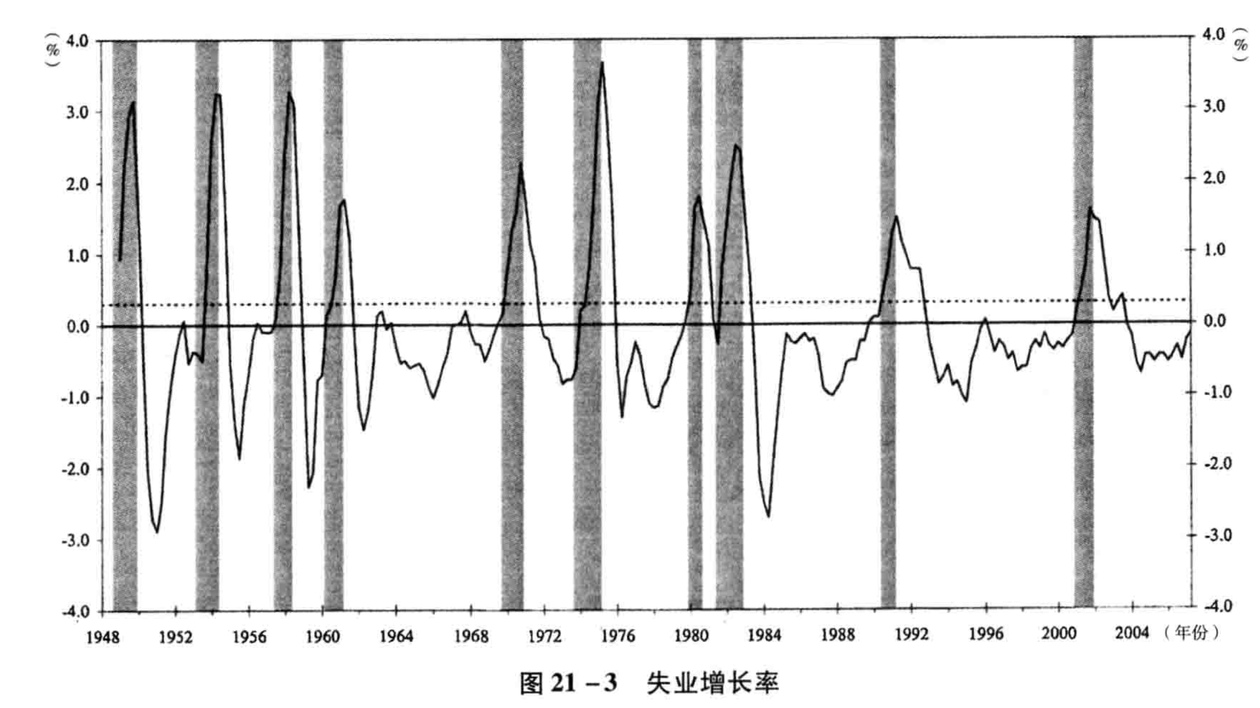


图 21－3　失业增长率

注：失业率变动百分比（年化）。虚线位置为 0.3%。

用，有着不同的假定，这很自然地导致了对货币政策特征的不同理解。货币政策可以影响实际和预期通胀的变动吗？还是存在一种内生机制，将今天发生的任何类型的通货膨胀，延续到将来的时期？后一种假定，意味着美联储可以不断地在通胀和失业之间进行相机抉择。设定联邦基金利率所面临的跨期约束，并不是要实现名义预期稳定，而是必须平衡通胀和失业的双目标要求。对通胀的不同假定，有助于我们区分货币政策看似矛盾的各种特征，比如是“准规则”还是相机抉择，等等。

在沃尔克－格林斯潘时代，相对于“扩张－紧缩反复”时期，公众改变了预测通胀的方式。到沃尔克－格林斯潘时期尾声，实际冲击和相对价格冲击已不再能影响通胀趋势。2004 年到 2006 年之间的经历证明，公众是根据货币政策的特征，而不是用观察到的实际通胀水平去推测未来的通胀趋势。从 2004 年到 2006 年初，尽管先后发生了三次冲击，预期通胀趋势仍保持稳定，若放到以往的时期，多半会大幅上升。

第一个冲击是实际 GDP 增长超出趋势值。从 2003 年第 2 季度到 2006 年第 1 季度，实际 GDP 增速平均为 3.9%，超出了 3% 的潜在水平。[20]第二个冲击是能源和商品价格大幅上升。油价从 2004 年初的每桶 34 美元上涨至 2005 年秋的每桶 70 美元（相对价格变化幅度可与 1973 年至 1974 年和 1979 年至 1980 年的油价飙升相比）。基本金属价格（如铜）也快速上涨。第三个冲击是美元持续贬值。[21]在上述冲击下，名义预期保持稳定的重要证据是，核心 PCE 相对于 PCE 的波动，一直维持在较低水平（参见图 14－1）。简而言之，公众的通胀预期绝非不受货币政策特征的影响。

对美联储来说，就货币政策的本质特征达成共识，并将其清晰表达给公众，仍是没有完成的工作。一开始，通过限制货币供给增长，沃尔克让美联储专注于控制通胀的职责。在发现货币供给不能很好地预测名义总需求之后，美联储开始将名义锚由货币供给转变为稳定通胀预期。格林斯潘延续了沃尔克的策略，尽管他更关注债券利率水平。但遗憾的是，两人都没有对新货币本位做出过清晰描述。

要刻画货币政策的特征，需要一个能准确把握通货膨胀本质的理论模型。这是一个巨大的挑战。FOMC 在综合当下经济状况的情况下，把诸多方面的考量，都揉入了联邦利率的设定当中。在公众印象中，这是美联储在对实体经济进行相机管理。但这种印象只反映出实体经济活动与联邦基金利率变动存在关联，并不能揭示更深层的因果关系。除了将其归结为运气好之外，FOMC 无法解释价格稳定是如何得以恢复的，除非其能在讨论中将描述性的语言转变成能辨明因果关系的经济学逻辑。

FOMC 在讨论中不使用经济学语言也意味着，美联储不能从过往经验中进行系统性的学习。只要没有就货币政策本质特征达成共识，现有的货币体系仍旧是脆弱的。[22]公众的无知以及政治任命的变幻，随时可能将货币政策再次变成不稳定的根源。

五　总结性评论

我们认为，沃尔克 - 格林斯潘时期的核心政策特征，是利用“准规则”操作来重建名义预期的稳定。这种“准规则”给 FOMC 的决策形成了约束，由此保证了价格体系的有效运转。为防止通胀预期在经济复苏期间上涨，一旦经济增速超过潜在趋势（通常反应

为资源利用率上升），FOMC 就会提高联邦基金利率，这样一来，便可以消除利率调整的周期惯性。在这种操作模式下，失业率不再是政策目标，而变成反映资源利率用变化的一个指标。FOMC 将失业率水平的决定交给了价格体系。在不干预价格体系运行的情况下，FOMC 终止了之前扩张与紧缩交替反复的政策时期。

1970 年代末，经济理论发生了一些根本性变化，将控制通货膨胀的职责，从实体因素转向到了货币政策上，这为沃尔克的革新奠定了基础。和通胀是货币现象的观念一样，理性预期假说认为中央银行可以有效地管理通胀预期，也极大地改变了人们的认知。要让沃尔克 - 格林斯潘的政策制度化，FOMC 必须承担管理通胀预期的职责，并遵循某种规则行事。这其中，首要的事情是公布明确的通胀目标数值，并承诺不让通货膨胀偏离这一目标。有了这个目标，FOMC 就无须将联邦基金利率调整解释为孤立事件，而是将其看成控制通胀并允许价格体系运行的长期战略组成部分。

要实现上述这种转变，FOMC 必须将相机抉择的语言转变为规则式的表达方式。为此，FOMC 面临着双重目标问题的考验。双重目标的约束是否让 FOMC 陷入在失业率上升时无法提高联邦基金利率的困境？FOMC 还会摒弃机会主义式的反通胀策略吗？

为控制通胀预期，沃尔克（2006 年 9 月 20 日，第 9 页）将树立政策可信度放在首要位置：

> 我们在预期方面存在问题，而通胀是预期中很重要的一部分……渐进主义政策……给你这样的感觉，即我们可以平稳地处理通胀问题，只要小心细致地推进，就可以在达成目标的同

> 时不造成太多苦痛。在我看来，这种想法不切实际。它传达了错误的信息……（在）美联储工作人员为国会听证准备的文件中……“渐进”一词反复出现。我通常会把它们全部划掉，因为我想传递的信息是，一旦开始，我们就要坚持到底。

沃尔克的政治敏锐让他感觉到，公众可能愿意为控制通胀而在短期内忍受痛苦。而将来的美联储主席则可能会争辩，在通胀率较低的情况下，就无法获得公众的支持。在实践中，对美联储相机抉择权力的任何限制（即遵从某种规则），都可能造成经济上的短期痛苦，进而招致政治上的抨击。

表 21－1　联邦基金利率的相关性

$$\Delta FR = 0.15GG + 0.016MISSI + 0.32\Delta BR + 0.15\Delta BRL1 + \hat{u}$$

（8.0）（0.42）（5.2）（2.5）

CRSQ = 0.45，SEE = 0.26，DW = 1.6，DoF = 148

日期：1983 年 2 月至 2011 年 11 月

注：ΔFR 是 FOMC 每次例会后的联邦基金利率变动幅度。*GG* 是增长缺口：实际产出增长与可持续的产出增长之差。*MISSI* 是实际通胀率和通胀目标之差。Δ*BR* 是 FOMC 例会前一天的债券利率变动（1999 年数据为 30 年期债券利率，之后年份为 10 年期债券）。Δ*BRL*1 是债券利率变动的滞后值。

参见附件：“FOMC 数据”对联邦基金利率时间序列的说明。1988 年之前的通胀预测是 GNP 平减指数，1989 年至 2000 年 5 月期间是剔除食物和能源价格的核心 CPI 指数，之后年份为核心 PCE 指数。

CRSQ 是校正后的 R 平方；SEE 是估计值的标准差；DW 是杜宾－沃森统计量；FD 是自由度。括号中是 t 统计量的绝对值。

明确表述现代中央银行的本质属性是至关重要的事情。如果价格体系的运转不能实现宏观经济稳定，而内生的通胀又持续存在，

那么中央银行应该也能够在每个时期内对通胀和失业进行相机的权衡。不过，在这样做的时候中央银行需要把握的一个原则，就是要使权衡、选择独立于政治体系。相反，如果价格体系运转良好，同时也没有内生、持久的通货膨胀，中央银行就可以通过遵循明确的规则来维持价格稳定。在总体价格稳定的情况下，相对价格的变化能清晰地传达出调整所需的信息。[23]这种明确性，使中央银行可以更专注于自身的定位，并让自由、竞争的市场在资源分配中发挥决定作用成为可能。

附录 A：沃尔克－格林斯潘政策体系的实证性描述

方程（1）所总结的政策过程，意味着联邦基金利率与增长缺口之间（实际增长率与可持续的增长率之差），以及联邦基金利率与可信度缺口之间（通胀预期和 FOMC 隐性通胀目标之差）都存在正相关关系。表 21－1 的回归利用下面的代理变量，对上述相关关系进行了检验。

在增长缺口计算中，“实际”增长率用的是绿皮书提供的实际产出预测值。如果 FOMC 例会在季度的第 1 个月和第 2 个月召开，就用该季度的预测值。如果例会在季度的最后一个月召开，则使用下个季度的预测值。至于“可持续的”增长率，我尝试了三种代理变量。具体而言，针对让实际增长率与增长趋势相一致的路径，我构造了三个不同的代理指标。

首先使用的是，美联储主席在两年一次的国会监督听证中，所预测的实际产出增长区间的中值。（参见附录，“FOMC 数据”）。[24]美联储经济学家是在假定货币政策“适度”的基础上，来做出上述

预测的。[25]在预测过程中，他们会对联邦基金利率的变动路径进行估计，以保证产出增长与潜在趋势相一致。因而可以把上述预测看作与长期趋势相契合的实际增长路径（即“可持续”增长）的代理变量。[26]对每年前三个月中召开的例会，使用2月份监督听证中的预测区间。其他会议则取自7月的监督听证。[27]

第二个使用的代理变量是绿皮书对实际产出增长的长期预测值。对每年前5个月中召开的例会，使用1月份的绿皮书，是对上年4季度到本年2季度期间的增长预测。其他时间召开的例会，则使用6月份的绿皮书，是对本年2季度到4季度期间的增长预测。尽管这些数据都是预测值，但根据它们还是能勾勒出一条联邦基金利率的变化路径，而且，这些预测都是美联储经济学家对FOMC可接受的利率调整所进行的最好推测。[28]第三个代理变量则用的是绿皮书对随后5个季度实际增长率预测的均值。

在计算增长缺口时，我用了第二个指标作为可持续增长率的代理变量。[29]图21-4概述了FOMC每次例会时，这个代理变量和实际产出增长的情况。图21-5则画出了增长缺口（实际产出增长与可持续增长的代理变量之差）和联邦基金利率的变动情况。图中的小方块代表的是，在没有出现正产出缺口的情况下就提高联邦基金利率的时期。从之前的图14-3可以看到，这种情形的出现多半与通胀恐慌（以债券利率衡量）有关。在我们的回归分析中，可信度缺口的代理变量用的是债券利率。

泰勒规则假定，在沃尔克-格林斯潘时期，FOMC是通过让加息幅度超过物价上升幅度来控制通货膨胀。这样一来，泰勒规则提供了一个不同于方程（1）的政策框架。根据刚才的描述，泰勒规

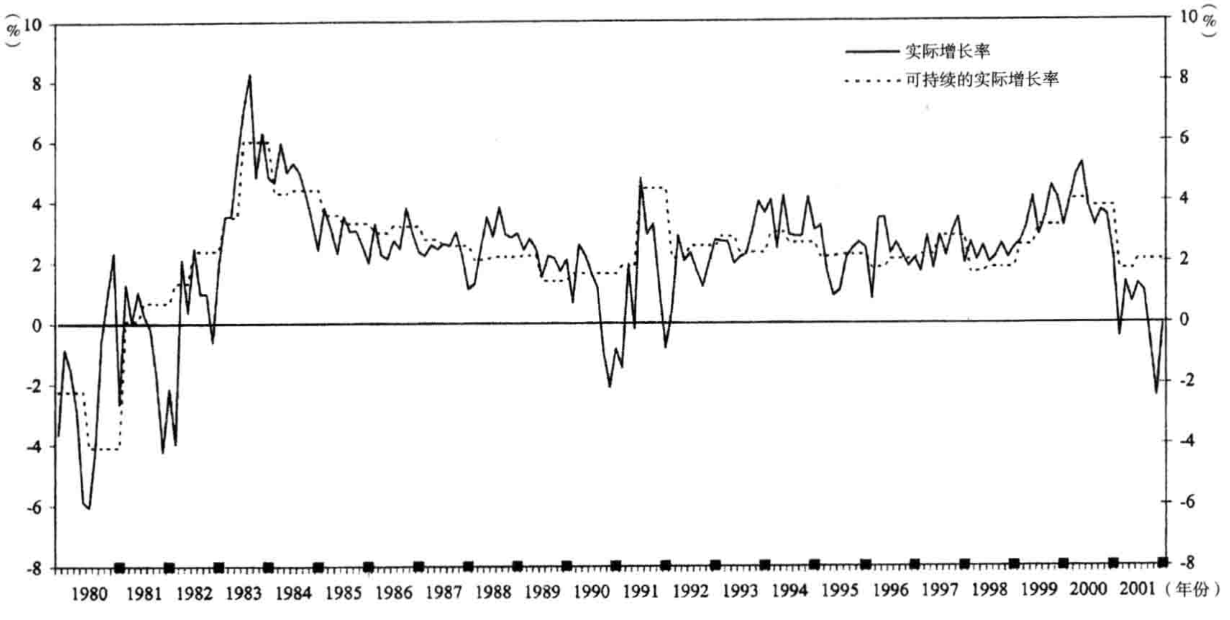


图 21－4　实际和可持续的产出增长

注：实际产出增长是从 FOMC 例会获得的实际产出增长率预测值（1992 年前为 GNP，其后为 GDP）。如果 FOMC 利率在季度的前 2 个月中召开，是对本季度的预测值。如果在季度最后一个月召开，则是对下个季度的预测。可持续增长率是绿皮书对实际产出增长的长期预测值。对于每年的前 3 次例会，用的是 1 月份绿皮书的预测值。对于其他例会，用的是 6 月份绿皮书的预测值。各数据点的时间与 FOMC 例会相对应。横轴上■代表每年 12 月的例会。

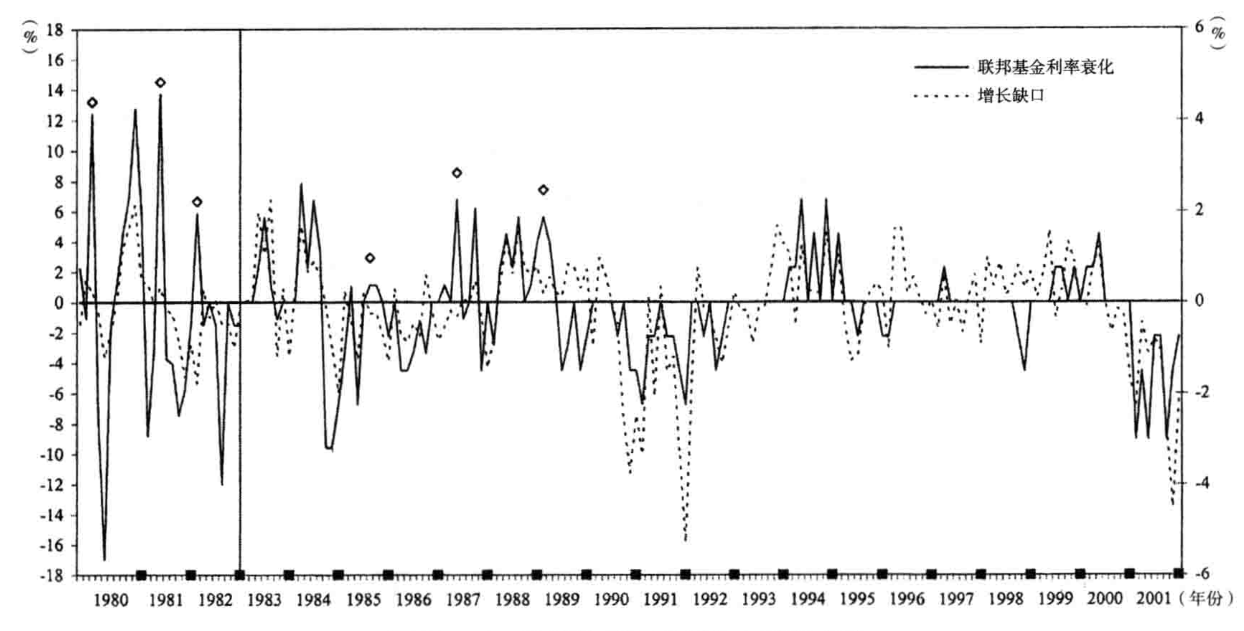


图 21－5　增长缺口和联邦基金利率变动

注：增长缺口时实际增长率与可持续增长率之差（见图 21－4）。图中，左边部分是 1980 年至 1982 年间的情况。右边部分是之后的情况。联邦基金利率数据是 FOMC 例会所设定的利率目标。（参见附件："FOMC 数据。"）联邦基金利率变动是实际值的 3 倍（原始值乘 3）。方块标记对应的是以下日期：（1）1980 年 3 月；（2）1981 年 5 月；（3）1982 年 2 月；（4）1985 年 8 月；（5）1987 年 5 月；（6）1989 年 2 月。横轴上■代表每年 12 月的例会。

则并未把握先发式政策的基本特点，即在实际通胀没有变化的情况下，就提高联邦基金利率以应对通胀预期的上升。为检验泰勒规则，我们引入了一个代理变量，用以反映实际通胀与FOMC隐性“中期”通胀目标之差，所谓“中期”目标，类似于可持续的实际增长率。“中期”目标可以让通胀路径与长期价格稳定的目标相一致。

对FOMC成员来说，预测通胀和预测天气是完全不同的事情。抛开短期波动不说，他们负有控制通胀的职责。具体地说，如果政策制定者预测通胀率将很高或会持续上升，这等于让他（或她）们承认自己不能很好地履行职责。在国会监督听证中，格林斯潘（美国国会，1998年2月24日，第266页）曾评论道：“政策制定者的预测也会反映出他们控制通胀的决心。”[30]我对实际通胀率和“中期”通胀目标也构建了代理变量，方法与之前讨论过的计算产出缺口所使用的第二种代理变量类似。[31]

表21－1列出了用联邦基金利率变动对增长缺口、可信度缺口以及通胀缺口等变量的回归结果。[32]在回归中，我们用债券利率在休会期间（截止日为FOMC例会前一天）的变动来衡量通胀预期的变化。其中，1995年后的债券利率变量设为零，这是因为1995年之后，随着货币政策可信度的提高，债券利率变量对通胀的解释力几近消失。回归所涉及的期间是1983年2月至2001年2月。[33]回归结果表明，联邦基金利率目标的变动与两个相互独立变量呈正相关，这两个变量分别是增长缺口和债券利率变动。通胀缺口在统计上并不显著，这一结论并不符合泰勒规则，因为泰勒规则假定FOMC会对观察到的通胀做出直

接的反应。

图21－6描述了实际联邦基金利率和拟合的联邦基金利率变动情况。实证中有一些因素可能会降低联邦基金利率与增长缺口之间的相关性。这些因素包括：①用绿皮书的预测值作为实际增长率，可能包含了一些FOMC不曾关注的暂时性因素；②回归没能把握联邦基金利率在经济周期拐点时期的惯性特征（参见图21－2）；③FOMC不一定认同美联储经济学家的预测；④真正意义上的政策变量，有可能是FOMC对联邦基金利率路径的修正，来实现可持续增长和通胀目标，而不单纯是调整联邦基金利率水平。[34]

2006年之前，美国房地产市场经历了持续的繁荣。从1995年到2005年，置业率上涨了5个百分点。2001年的经济衰退之后，从因素1和因素2可以看到，在实施沃尔克－格林斯潘规则时（即在产出持续超过趋势时提高联邦基金利率，在低于趋势时则降低联邦基金利率），主观判断是很重要的一个环节。政策制定者需要分辨持久性趋势和暂时性走强（走弱）。在经济周期的拐点，这个问题尤为突出。2006年的经历说明了这一难题的普遍性。

低的实际利率限制了房地产业的发展。2006年，房屋销售量和开工量骤跌，导致大量过剩库存。在房屋开工数量下降的同时，汽车销售也相当疲弱，特别是SUV等大型车辆因油价上涨而乏人问津，其结果是2006年的实际GDP增长跌到了趋势值之下。FOMC当时推断增长低于趋势值只是暂时现象，加之实际和预期通胀率都较高，因此并未调低联邦基金利率。

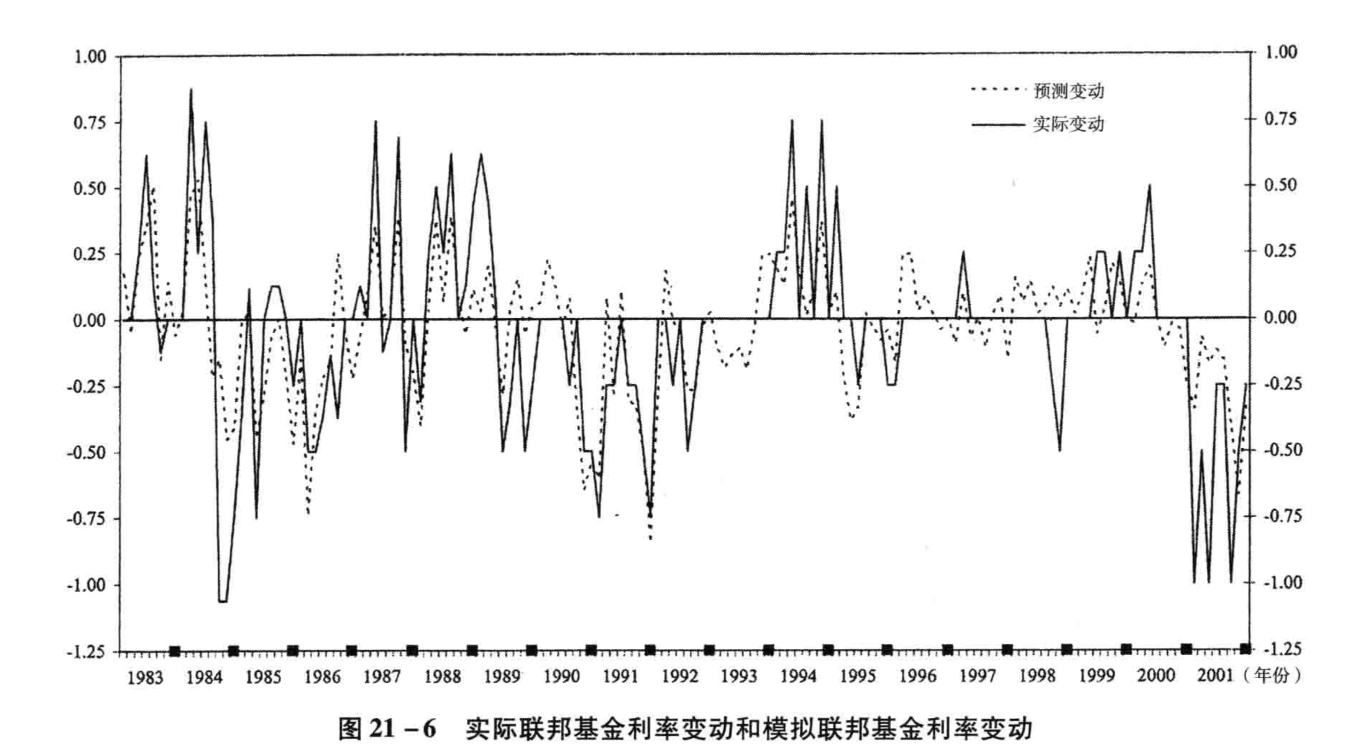


图 21－6　实际联邦基金利率变动和模拟联邦基金利率变动

注：模拟值都来自表 21－1 中的样本模拟值。■指示的是 12 月份的联邦公开市场委员会会议。

附录 B：FOMC 数据

本附录主要说明图 21 -2、图 21 -3 和图 21 -4，以及表 21 -1 回归分析中使用的数据情况。

上述这些图和回归所使用的数据时点，与 FOMC 例会日期相对应，从 1981 年开始，每年的例会变为 8 次。对实际产出增长和通胀的预测值都取自绿皮书（“当前经济和金融状况”），由美联储经济学家准备，并在 FOMC 例会前分发给与会者。第 1 部分是“总结与展望”，包括对名义和实际产出的季度预测（1992 年前是 GNP，之后是 GDP）。绿皮书有 5 年保密期。

1988 年 6 月到 1989 年 3 月的例会上，绿皮书提供的是经调整后的 GNP 增长预测值，考虑了 1988 年干旱可能的影响。具体调整的细节可以在绿皮书中找到。商务部估计，经干旱调整的 GNP 增长率和实际 GNP 增长率之差分别为 0.7%（1988 年第 2 季度）、0.5%（1988 年第 3 季度）、1.0%（1988 年第 4 季度）和 -2.2%（1989 年第 1 季度）。对上述期间的例会而言，要想得到经干旱调整的 GNP 水平预测值，需要用经调整增长率与 1988 年第 1 季度（干旱前的季度）的 GNP 数据结合起来进行推算。

与 1970 年 11 月至 1979 年 9 月例会相对应的联邦基金利率，用的是美联储经济学家为 FOMC 准备的蓝皮本（“货币政策备选方案”）中设定的初始值。与 1979 年、1980 年和 1981 年，每年最后的两次例会，以及 1982 年上半年的部分例会相对应的，则是实际联邦基金利率。（1980 年 1 月、1980 年 5 月、1981 年 5 月和 7 月、1981 年 11 月，用的是交易办公室的预期值。）1982 年下半年到

1993 年，联邦基金利率用的是交易办公室在 FOMC 例会后的期望值，该利率公布在纽约联储的双周刊物“公开市场操作和证券市场发展”上。从 1994 年开始，联邦基金利率用的是 FOMC 在例会之后宣布的利率目标。

第二十二章　美联储：反通胀的斗士还是通胀制造者？

1983 年之后，实际产出波动日趋平缓，通胀状况也有所改善，通胀率逐渐下降并趋于稳定。对这些现象的出现，有不同的解释。本章第一节将讨论第一种解释，即这是美联储发挥其“通胀斗士”的职责所致。在持这种观点的人看来，1970 年代通胀大幅上升，是因为美联储没有专注应对通胀冲击。而实际波动在后来的下降，主要源于通胀冲击减弱。

第二部分则介绍“通胀制造者”的解释。这种观点强调，1970 年代的大通胀主要根源于美联储相机抉择政策破坏了名义预期稳定。而之后，美联储遵循“准规则”的操作模式，重新恢复了这种稳定。在“准规则”式的政策下，美联储对利率的调整受到约束，不再以紧缩－扩张频繁交替来干预经济过程，而是将经济稳定交由价格体系来决定（赫泽尔，2006 年）。附录则指出，泰勒规则对理解货币政策而言不是一个很有用的框架。

一　作为反通胀斗士的美联储

通胀斗士的观点在本质上属于传统凯恩斯主义，强调带有通胀预期黏性的菲利普斯曲线，而这种通胀黏性完全独立于货币政策。所谓黏性是指，基于现有通胀所形成的预期，会扩散成为通胀冲击，并造成未来的通货膨胀。在凯恩斯主义理念中，中央银行可以有预见地调控实际变量，如果不能把实际利率和失业率抬到足够高以抵消通胀冲击，通胀率就必然上升。

布林德和雷斯（2005 年，第 16 页）发展了这一观点：

> 预期通胀率……是一个变化相对缓慢的变量，而不是那种会急速"跳升"的变量。所以，公开市场委员会（FOMC）在设定名义联邦基金利率的同时……其实也设定了实际联邦基金利率……如果中性实际利率……在较长时间内是稳定的，这还意味着，FOMC 同时也设定了实际利率对中性值的偏离幅度。

FOMC 通过调整货币政策刺激的力度，"来修正通胀和产出对充分就业水平的偏离"（布林德和雷斯，2005 年，第 21 页）。《联邦储备法》为美联储规定的双目标（"有效促进充分就业（和）价格稳定目标"），要求其在通胀和就业波动之间进行权衡。

美联储是通胀斗士的观点，认为通货膨胀起因于外生冲击[①]。布林德（1982 年，第 261 页）就将 1970 年代的通胀归因于成本冲击："在 1970 年代……相对价格大幅调整导致了通货膨胀。""通胀斗士"解释中隐含一个假定，即要扭转价格上涨的趋势，需要付出无法接受的失业率大幅上升的代价。用菲利普斯曲线的术语来说，

就是牺牲率很高。[②]布林德（1981 年，第 71 页）写道：“因为价格和工资不能对需求的短期变动做出及时反应，农业歉收、欧佩克提价以及工资－价格控制终结等因素造成的相对价格大幅调整，在很大程度上引发了 1973 年至 1974 年的大通胀和 1973 年至 1975 年的大衰退”。波尔（1991 年，第 439 页）也有类似的看法：“包括越南战争和欧佩克提价等在内的许多事件，形成了多次‘通胀－电击’……通胀一旦抬头，就难以消退……它会一直持续，直至美联储采取紧缩政策。届时，通胀率将开始下跌，但需要付出经济衰退的代价。”在“通胀斗士”解释中，持久通胀的成因在于美联储未能及时应对已出现的通货膨胀，这实际上也暗示了货币与价格在时间上的关联（译者注：即价格上涨先于货币供给增长）。不过，与这种通胀由成本推动的看法相反，现实的情况是，（如第 23 章和第 25 章所示），货币供给的高速增长总是先于通胀上升而非在其之后。

“两难选择”观点最近的一个发展，开始强调价格水平的不确定性。沙里、克里斯蒂亚诺和艾肯鲍姆（1998 年，第 466 页）提出了一个模型，描述了“在货币政策当局不介入的情况下，暂时性实际冲击是如何导致通胀预期上升的”。克里斯蒂亚诺和古斯特（2000 年）和勒杜克（2003 年）将通胀归因于“预期陷阱”，所谓“预期陷阱”，是指通货膨胀根源于通胀预期上升，与货币政策没有必然联系。这些研究者认为，要避免经济衰退，FOMC 应加快货币供给增长，并容忍价格上涨。

克拉里达、加利和格特勒（2000 年）也认为，通货膨胀的不确定源于 FOMC 对现有通胀的应对不力。而且，通胀预期的变动有自我实现的性质，也加大了通胀的波动性。这个理论意味着，通胀

预期会先于实际通胀上升，但实际数据与之相矛盾。数据表明，通胀预期上升滞后于实际通胀，而非反之（参见图 4 - 4）。在因果关系上，是通货膨胀使继承自金本位的可信度丧失殆尽，而不是可信度的丧失导致了通货膨胀。

二　作为通胀制造者的美联储

认为美联储才是“通胀制造者”的观点，发端于传统货币数量理论的思想（赫泽尔，2008 年 a；2008 年 b）。为赋予信用货币良好的价值，中央银行必须控制一些名义变量，如货币数量、汇率和黄金价格，等等。具体到沃尔克 - 格林斯潘时期，这个名义变量是公众对未来价格水平的预期。要稳定当期的价格水平，中央银行需要有一以贯之的行为，以确保公众对未来价格预期的稳定。正如一些新新古典综合（New Neoclassical Synthesis）模型所揭示的，通胀趋势决定于控制通胀预期所使用的货币规则（古德福里恩德，2004 年；古德福里恩德、金，1997 年；罗滕博格、伍德福德，1997 年；伍德福德，2003 年，第 187 页）。由于假定通胀预期不存在内生黏性，只要中央银行具有可行度，通胀冲击就不会扩散和延续成现实的通货膨胀。

根据“通胀制造者”观点，在沃尔克 - 格林斯潘时期，美联储遵循了“准规则”式政策模式，直接承担起控制通货膨胀的职责，并将对实体经济的控制交给价格体系。而在“扩张 - 紧缩反复”时期，FOMC 的行事方式则正好相反。彼时，美联储认为自己负有维持实际增长和低失业率的职责，迟迟不愿提高短期利率。此外，当时的美联储认为通胀根源于成本推动，因而放任了通货膨胀的

发展。[3]

1970 年代，作为凯恩斯主义的信徒，FOMC 认为必须在通胀和低失业之间做出选择。[4]哈弗和惠洛克（2001 年，第 4 页）对货币主义－凯恩斯主义大辩论的回顾中，引述了佩里的说法（1966 年）：

> 经济学家中存在一个共识……经济活动持续维持较高水平……往往会与价格大幅上涨联系在一起。调节总需求以实现充分就业，且不会引发通货膨胀的传统思路已行不通，取而代之的是双目标问题，即以何种失业率和通胀率组合为目标，然后调节需求以实现这一目标。

大萧条的经历让人们形成了一个观念，认为在调节总需求水平以实现充分就业上，价格体系运转的效果不佳。因此，在通胀可接受的情况下，政府有责任将实际总需求维持在一定水平，以确保高就业。德隆（1997 年）认为，大萧条的阴影让政策制定者过分专注于实现充分就业，而忽视了与之相关的通货膨胀成本。梅耶（1999 年，第 77 页）认为，导致大通胀最重要的原因，是美联储接受了菲利普斯曲线对政策的菜单式解读（译者注：意指在失业和通胀之间的权衡选择），对此，他引用了 1977 年国会联合经济委员会（JEC）的报告：

> 目前，控制通胀的负担落到了生产和失业上面……让愿意工作、但又失去工作的人，成为整个国家弊端的主要受害者，是很残酷和粗暴的事情……此外，成本也过于高昂，且效率低

下。利用财政、货币政策紧缩来控制通胀，会产生太大的“副作用”，社会恐怕难以接受。如果不愿意看到持续的低增长和过高的失业率，我们要么找到不会引发失业的方法来降低通胀，要么就要对通胀有更大的容忍度。

保罗·萨缪尔森对FOMC表达了相同的观点。在1973年初，通胀开始飙升之后，他告诉FOMC“成本推动的通货膨胀，不是货币当局能够或应该加以控制事情”。

新古典综合模型从三个方面解释了为什么沃尔克－格林斯潘时期的“准规则”政策能够实现名义和实际变量的稳定（赫泽尔，2005年）。首先，价格体系发挥了作用。在20世纪的经历中，由于不尊重实际利率在价格体系中的作用，货币政策成了不稳定的根源。在一个实际变量稳定的经济中，价格体系会自行调整（通过实际利率和实际工资的变动），抵消外部冲击的影响，使实际变量重回平衡增长路径。如果公众形成了这种预期，即实际变量在冲击后会回归均衡值，当前的实际变量也将趋于稳定。价格体系这种自平衡的运转，需要FOMC在联邦基金利率的调整模式上保持连贯性。

中央银行需要一种程序来把握自然利率的变动，所谓自然利率，即是与经济实际商业周期相一致的实际利率水平。在实践中，当资源利用率持续上升时，FOMC会谨慎、连续地提升联邦基金利率，反之则亦然。资源利用率上升也会压缩企业的利润空间（价格与边际成本之比下降）。由于实际利率上升会抑制总需求，FOMC的决策会让企业利润围绕其最大水平上下波动。尽管正向实际冲击会压缩利润空间，但如果定价者们认为这只是短期现象，就不会串

谋持续抬高整体价格（通货膨胀）（古德福里恩德，2004 年 a；布罗德斯和古德福里恩德，2004 年）。

其次，价格水平是一种货币现象。中央银行调控基础货币数量（增加基础货币或减少基础货币）的方式，决定着价格体系自平衡的作用机制。在固定汇率制度下，价格水平变动会平衡国际收支状况。而在浮动汇率下，价格水平变动的主要作用，在于调整货币的实际购买力，使之与公共期望的水平相一致。假定公众只关心实际变量，中央银行可以通过调整货币供给（名义变量）来影响预期通胀，并由此最终控制实际通胀。

最后，价格制定者会根据中央银行系统性的政策来形成通胀预期（理性预期）。这种情况下，遵从某种货币规则可以让中央银行建立政策可信度，在不对实体经济造成冲击的同时控制通胀趋势。对未来价格预期的稳定，为当前价格的稳定奠定了基础。

政策可信度解释了，在沃尔克 - 格林斯潘时代，FOMC“准规则”式的政策模式何以能创造名义和实际变量的稳定。在对冲击做出反应时，市场相信 FOMC 会持续调整联邦基金利率，直至阻止通胀趋势变化所需要的任何幅度。比如，在正向实际冲击情况下，收益曲线会上升，远期实际利率也会随之上扬。但之后，市场力量将持续调整收益率曲线，并使产出回归到平衡增长路径。FOMC“准规则”式的政策模式，通过对通胀预期的控制，为价格体系发挥稳定实际产出和通胀趋势的作用提供了基础（赫泽尔，2006 年）。

相反，在中央银行反通胀政策不具可信度的情况下，正向实际冲击也会导致收益率曲线上升，而且，远期实际利率和通胀溢价都会上涨。这种情况下，企业必须猜测需要将产品价格提升到

何等水平，才能维持相对价格不变。因为提价未经协商，相对价格变动会异常混乱。如果央行的利率调整幅度不足以消除冲击对通胀趋势的影响，就会增大实际变量预期值的不确定性，进而让当前实际产出变得不稳定，通货膨胀也随之发生。“扩张－紧缩反复”政策期间，美联储相机抉择式的总需求管理破坏了实际产出和通胀的稳定，而沃尔克－格林斯潘时期的“准规则”模式重新使之趋于稳定。

新古典综合模型的上述三个假定意味着，中央银行无法根据用菲利普斯曲线来进行相机抉择，即不能通过调整失业率来控制通货膨胀。相反，中央银行必须遵循某种规则来控制货币供给数量。在把利率作为政策工具时，基础货币带有内生性特征，要控制货币供给数量，中央银行必须调控名义货币需求的增长，使之与通胀目标相适应。[6]由于价格是决定名义和实际货币需求的关键，要实现上述目的，意味着价格必须要调整到“正确”的水平。

首先，中央银行必须遵守规则（保持行为一致性），让公众形成通胀水平会维持在央行通胀目标的预期。其次，中央银行对联邦基金利率的调整，必须趋向自然利率水平（赫泽尔，2004 年 a；2005 年；2006 年）。只有实际利率等于自然利率，实际产出增长才会与实际商业周期保持动态一致。在联邦基金利率目标既定的情况下，中央银行对货币供给的调整幅度，需要等于实际货币需求变动加上随机扰动。这样一来，名义货币供给将自动与名义货币需求变化相契合，名义货币需求变动等于实际货币需求加上通胀预期（等于通胀目标）。可以看到，让货币的购买力与实际货币需求相一致，并不需要让通货膨胀偏离其目标。就此而言，实际和预期的通货膨

胀，在任何时间、任何地方都是货币现象。

附录：泰勒规则检验

泰勒规则的核心是用通胀变化和产出的周期性变动来解释美联储对联邦基金利率的调整（泰勒，1993 年）。由于联邦基金利率的制定取决于已实现的通货膨胀，泰勒规则在本质上暗合了“通胀斗士”的观点，即美联储通过政策上的积极应对（而非遵循某种可以产生低通胀预期的准规则）来控制通货膨胀。泰勒（1999 年）认为，通胀相关系数在沃尔克－格林斯潘时期大于 1，是 FOMC 成功控制通胀主要原因。

不过，由于回归分析无法辨别两个内生变量之间的因果关系，泰勒规则是否把握住了 FOMC 的行为特征仍值得怀疑。首先，泰勒函数的形式是否恰当？在“扩张－紧缩反复”时期，政策制定者认为自己知道潜在产出水平，并假定其与 4% 的失业率相一致。在这种情况下，在泰勒函数中使用产出缺口看起来还是合理的。但在后来的时期，没有任何证据显示 FOMC 将产出缺口大小作为利率调整的先决条件。正如我们在前文曾提到的，产出缺口的计算并不精确，在实际操作中的意义不大（见第 21 章）。此外，即使是在“扩张－紧缩反复”时期，对预测利率调整很适用的通胀率，其有效性在随后时期也在下降。沃尔克－格林斯潘时期的利率政策有先发调整的特点，更关注预期通胀，而不是实际的通胀率。最后，在“扩张－紧缩反复”时期，美联储经常容忍通胀率目标上浮。泰勒规则关于通胀目标固定的假定，与这一现实也不相吻合。

由于应变量（联邦基金利率）和自变量（通胀率）都决定于第

三个变量（预期通胀率），这会导致联立方程的偏倚。鉴于 FOMC 对通胀预期的敏感，联邦基金利率将事实上取决于预期通胀水平。假设新凯恩斯主义菲利普斯曲线是有效的，即实际通货膨胀决定于预期通胀，那这意味着，当前的通胀率也决定于预期通胀水平。[7]这种情形让我们很难分辨，泰勒规则的实证研究所发现的通胀相关系数上升，究竟反映的是美联储的行为变化还是公众的行为变化。

如何解释通胀相关系数上升，取决于对通胀预期本质的认识（萨金特，1971 年）。在 1970 年代末之前，公众一再低估实际通胀水平，这说明，市场承继了早前时期通胀变化相对平稳的观念（参见图 4 –4）。在 20 世纪 60 年代和 70 年代，由于通胀预期的自回归性质，实际通胀上升导致的预期通胀幅度比后来时期要小。因此，通胀相关系数随时间推移而上升，或许只是反映公众的通胀预期从自回归式预期到外推预期的变化。也正是因为这一变化，通胀上升对利率政策所形成的限制，在 80 年代比在 70 年代要严重得多。

为解决联立方程偏倚的问题，克拉里达、加利和格特勒（CGG，2000 年）利用理性预期假定（假设公众确知货币政策规则）来识别相关约束。不过，战后以来，公众、甚至美联储自己在理解货币本位时都存在不小的困难。CGG 假定了一个政策规则，FOMC 据此对预期通胀与通胀目标的偏离以及产出缺口变化，进行政策上的调整和应对。在他们的回归分析中，误差项包括，通胀预测误差和产出缺口预测误差。由于回归用的是通胀率和产出缺口的滞后值，上述误差与实际的通胀水平和产出缺口可能不相关。

举例而言，尽管上一期对通胀的正预测误差可能与本期的正预测误差存在关联，但不能认为正预测误差必然与高通胀水平相关。

不过，在战后时期，通胀预测误差与通胀水平的确存在正相关关系。在这一时期中，公众和美联储都不理解通胀产生的机理，并持续对通胀做出错误的预测（参见图4－4和图8－4）。图13－2列出了美联储经济学家对实际增长率所做的预测，从中可以看到，产出缺口的预测误差也存在序列相关。

另一个问题是，泰勒规则回归显示出的联邦基金利率和通胀率之间的相关性，可能主要源自一个普遍趋势，而不是FOMC对实际通胀变化的反应。从图13－3可以看出联邦基金利率和通胀率存有共性变动。[8]换言之，泰勒规则看似一致的拟合结果，很可能是格兰杰－纽博尔德（1974年）所谓的“伪回归”现象。如果回归估计中包含这一种行为关系，那在通过一阶差分去除共性趋势后，这种关系应仍然存在。事实上，正如后文介绍的，在经一阶差分处理后，泰勒规则回归估计出的相关系数显著减小。

下面的回归分析中用到的数据始自格林斯潘出任美联储主席之后，均是当期可得数据（赫泽尔，2000年）。其中，联邦基金利率i_t^*是FOMC例会公布的目标值。产出缺口x_t是当前产出偏离产出增长趋势（用之前40个季度的数据计算得出）的百分比。产出数据为实际GDP（1992年前用GNP），取自绿皮书预测值和费城联储的实时数据集（克罗肖、斯塔克，1999年）。如果FOMC在季度第一或第二个月召开，产出数据用的是之前季度的预测值。如果例会在季度最后一月召开，产出数据用的是当前季度预测值。

1988年以来，π_t所使用的数据是名义产出平减指数的年均变化率，从1990年到2000年间，用的是核心CPI（剔除食品和能源的消费物价指数），之后使用的是核心PCE。如果FOMC例会是在季

度第一或第二个月召开，计算 π_t 的四个滞后值始于 FOMC 例会之前那个季度。如果利率在季度最后一月召开，则始于当前季度。此外，我还尝试了通胀和产出差距的“预测”值，这些数据更依赖美联储经济学家对未来的预测。不过，使用其他数据的拟合效果都比不上我们在这里介绍的这个回归。我对沃尔克担任主席的时期（即 1979 年 8 月到 1987 年 7 月）以及沃尔克之前的时期（从 1976 年 11 月至 1979 年 7 月）也进行了回归分析。在经一阶差分处理后，其效果也不如此处介绍的这个回归。

等式（2）是等式（1）的一阶差分形式。等式（3）是等式（1）增加了滞后联邦基金利率变量，等式（4）是等式（3）的一阶差分形式。[9]在经一阶差分处理后，回归得到的相关系数明显下降，这让人怀疑泰勒规则是否把握住了 FOMC 的决策特征。从等式（1）到等式（2），联邦基金利率与通胀的相关系数从 1.54 下降到 0.4，与产出缺口的相关系数从 0.81 下降了 0.14。而在从等式（3）到等式（4），联邦基金利率与通胀的长期相关系数（估计出的相关系数，除以 1 减去对滞后项的相关系数）从 1.57 降到 0.78，与产出缺口的相关系数则从 1.14 降到了 0.1。大致看来，所有经差分后的回归结果都不令人满意。此外，经一阶差分后的回归结果的 R－平方值也很低，估计结果的标准差基本等于联邦基金利率变动的平均幅度。

$$i_t^* = 0.48 + 1.54\pi_t + 0.81x_t + \hat{\mu}_t \qquad (1)$$

$$(2.5)\quad(25.0)\quad(22.3)$$

1987 年 8 月至 2003 年 3 月：R－Bar＝0.87，SEE＝0.8，DW

=0.33，DF=131

$$\Delta i_t^* = 0.4\Delta\pi_t + 0.14\Delta x_t + \hat{\mu}_t \qquad (2)$$
$$(3.2) \qquad (2.3)$$

1987 年 8 月至 2003 年 3 月：R－Bar=0.07，SEE=0.29，DW=1.5，DF=132

$$i_t^* = 0.03 + 0.22\pi_t + 0.16x_t + 0.86i_{t-1}^* + \hat{\mu}_t \qquad (3)$$
$$(0.5)\ (4.8)\ (6.9)\ (32.6)$$

1987 年 8 月至 2003 年 3 月：R－Bar=0.99，SEE=0.26，DW=1.5，DF=130

$$\Delta i_t^* = 0.32\Delta\pi_t + 0.04\Delta\pi_t + 0.39\Delta i_{t-1}^* + \hat{\mu}_t \qquad (4)$$
$$(2.9) \qquad (.7) \qquad (4.7)$$

1987 年 8 月至 2003 年 3 月：R－Bar=0.20，SEE=0.27，DW=1.5，DF=131

括号中是 t 统计量的绝对值，R－Bar 是校正后的 R 平方值，SEE 是估计结果的标准差，DW 是德宾－沃森统计量，DF 代表自由度。

第二十三章　“扩张－紧缩”反复的政策实验

位于弗吉尼亚州士丹顿的伍德罗·威尔逊总统图书馆中，有一个永久性展区，名为“美联储：威尔逊永久的遗产——现代工业国家的货币供应必须能够随经济周期扩张和收缩”。展区中，摘引了威尔逊1913年在国会演讲中的一段话：“我们必须建立一种货币体系，不像现有制度这么僵化（译者注：威尔逊指的是金本位制度），而是可以对信贷需求做出灵活响应……对银行体系的控制应交由公共部门来进行（而不是掌控在私人手中），这个权力必须赋予政府自身。”从根本上来讲，与真实票据理念流行的时期相似，“扩张－紧缩”交替的总需求管理政策，在货币供给调控上同样具有顺周期偏向。[①]所不同的是，在后一时期中，这种政策操作还会有强烈的通胀倾向。

从23章到第25章，我们将对1964年后持续近20年的“扩张－紧缩”交替政策进行实证分析。结论显示，是美联储（而非私人市场）制造了“通胀冲击”。通胀是一种货币现象，货币供给高

速增长，领先于通货膨胀的上升。与泰勒规则的推断（1999 年）相反，由利率黏性引发的膨胀性货币政策，先于通货膨胀出现，而不是在其之后。

要从历史经验推断出，美联储究竟是通胀制造者还是反通胀的斗士（参见第 22 章），人们需要理解，货币政策是怎样影响货币与价格的关系的。一种情况下，中央银行承担着控制通胀的职责，其通胀目标具有可信度，并奉行实现这一目标所需要的策略。在实际利率等于自然利率时，通胀目标将决定预期通胀水平。因通胀预期同时决定货币和价格变动，货币供给对价格就不再具有任何预测力。[2]在另一种情况下，“扩张 - 紧缩”交替往复，中央银行不会使实际利率与自然利率保持一致。中央银行可以通过创造货币来改变价格水平。如果货币需求函数是稳定的，就可以根据货币供给来预测价格变动。[3]

在后一种情况中，根据对货币和价格的短期关系的不同描述，人们可以很容易地区分上述两种不同的假说。[4]在“通胀斗士”假说中，20 世纪 60 ~ 70 年代的通胀，以及通胀之后的货币增长，都发端于通胀冲击。而根据“通胀制造者”假说，货币供给的过度扩张先于通货膨胀。麦卡勒姆（2002 年，第 83 页）认为，如果中央银行用利率作为操作工具，且实际余额效应较小的情况下，价格水平决定模型中不需要引入货币供给变量。在前一种假说中，央行不是一个独立的扰动因素。但这并不能证实货币数量论正确与否。只有在第二种情况中，中央银行系统性控制实际变量的“实验”，为货币供给的影响提供了更多的信息，才使验证成为可能。

让“扩张 - 紧缩”交替时期成为宝贵实验的另一个原因，是因为这一阶段的货币（M1）需求函数相当稳定且利率弹性很低（赫

泽尔、梅赫拉，1989 年）。在这种情况下，可以用 M1 的增速来推测货币政策刺激的力度。到 1980 年之前，M1 数量还能反映出名义总需求的变化。但到了 1981 年 1 月之后，NOW 账户（可转让支付命令活期存款账户）在全国范围的推广，货币需求对利率的敏感程度大幅提高。[⑤]

“通胀斗士”假说将通胀起因归于通胀冲击，这一观点的问题是，现实中通胀冲击出现的次数非常少。而且，1973 年和 1978 年、1979 年的油价冲击，都发生在货币政策扩张和通胀上升很久之后（参见第 8 章和第 11 章）。整个战后时期，还曾出现过另外四次通胀冲击。第一次是 1946 年 10 月，战时价格控制被解除。之前受抑制的价格得以释放，实际通胀率飙升。不过，在 1948 年 8 月之后，通胀水平迅速下降。

第二次通胀冲击发生在 1950 年 11 月，中国军队进入朝鲜作战，爆发第三次世界大战的可能性大为上升（赫泽尔、里奇，2001 年 a，第 40 页）。[⑥]出于担心价格管制和商品短缺，消费者大举抢购耐用消费品。之前一直维持在 5% 左右的 CPI 通胀率，在 1950 年 12 月和 1951 年 1 月、2 月跃升至 21%。1951 年初，为筹集战争经费，国会提高了税收，而美联储也重获加息的权力。短期价格稳定取代了通胀，成为美联储关注的重点。在 1951 年 3 月至 1952 年 3 月，以及 1952 年 3 月至 1953 年 3 月期间，CPI 通胀率大幅降至 1.9% 和 1.1%。[⑦]上述这几次通胀冲击，都没有表现出持久性的特征。如此看来，通胀持续并不源于所谓的内生性质，而取决于货币政策对通胀预期的影响。

第三次通胀冲击是在 1974 年 4 月价格控制取消之后。通胀水平虽大幅升高，但公开市场委员会（FOMC）迅速应对，实际利率

也随之上升（而不是下降）（参见图 8－3）。最后一次冲击是 2005 年至 2006 年间的石油价格上升。不过，到 2006 年夏天为止，通胀冲击几乎就没有影响到核心通胀率，一直维持 2% 上下。可以看到，不受通胀打断的价格稳定持续时间越长，通胀冲击引发通胀的观点就越得不到实际经验的支持。

表 23－1　M1、名义产出增长和联邦基金利率

	名义 GDP 峰值，底部	联邦基金利率峰值，底部	滞后季度	M1 变动幅度
P	1966Q1（12.8%）	1966Q4（5.6%）	3	－5.2
P	1967Q2（3.1%）	1967Q4（4.2%）	2	5.2
P	1969Q1（10.7%）	1969Q4（8.9%）	3	－4.2
P	1970Q4（1.4%）	1972Q1（3.5%）	5	5.3[a]
P	1973Q4（13.2%）	1974Q3（12.1%）	3	－3.7[b]
P	1975Q1（2.4%）	1977Q1（4.7%）	8	4.5[c]
P	1980Q1（11.5%）	1981Q3（17.6%）	6	－5.6[d]

[a] 从 1969 年 2 季度至 1970 年 2 季度期间到 1972 年 1 季度至 1973 年 1 季度期间

[b] 从 1972 年 1 季度至 1973 年 1 季度期间到 1974 年 2 季度至 1975 年 1 季度期间

[c] 从 1974 年 2 季度至 1975 第 1 季度期间到 1976 年 4 季度至 1978 年 4 季度期间

[d] 从 1976 年 4 季度至 1978 年 4 季度期间到 1981 年 1 季度至 1981 年 4 季度期间

注：数据时点与图 23－1 中的序列拐点相对应。括号中的数字为拐点值。滞后期代表的是名义 GDP 拐点和联邦基金利率拐点之间间隔的季度数。“不同时期 M1 变动幅度”指图 23－1 中，不同时间段 M1 平均增长速度的变化。

“扩张－紧缩”交替时期恐怕是检验货币非中性最好的实验之一。这种检验的目的是要识别货币政策冲击的影响，而要做到这一

点，就要求货币政策外生于价格体系。“扩张 - 紧缩”交替时期的一个核心特征，就是在经济周期过程中，联邦基金利率的变动具有黏性。正是这种黏性，导致了货币供给加速和减速，并对实际产出和价格产生滞后的影响。[8]在 1979 年之前，为消除负产出缺口，FOMC 在经济周期底部之后通常会很缓慢地提高联邦基金利率。而在经济周期见顶后，为降低通货膨胀，FOMC 同样也是缓慢降低联邦基金利率。

图 23 - 1 和表 23 - 1 列出了联邦基金利率的拐点与名义产出的周期性拐点间的时间间隔。图 23 - 1 画了名义产出增长、联邦基金利率和不同时期的 M1 平均增速。[9]箭头连接的是名义产出增长开始下降（上升）的时点与随后联邦基金利率开始下降（上升）的时点。M1 增速较低的时期是 1966 年 2 季度至 1967 年 1 季度、1969 年 2 季度至 1970 年 2 季度、1973 年 2 季度至 1975 年 1 季度、1981 年 1 季度至 1981 年 4 季度。正如箭头所示，这些时期开始时，在名义产出增速下降的同时，联邦基金利率也有所上升。[10]M1 增速较快的时期为 1967 年 2 季度至 1969 年 1 季度、1970 年 3 季度至 1973 年 1 季度、1976 年 4 季度至 1978 年 4 季度，等等。如箭头所示，这些时期在一开始，先是名义产出增速加快，稍晚之后，联邦基金利率开始提高。

表 23 - 1 描述了联邦基金利率拐点相对于名义产拐点的滞后情况。此外，该表也列出了该滞后间隔与货币供给增长减速和加速之间的关联。图 23 - 2 则描述了名义产出和货币增长的共周期变动。

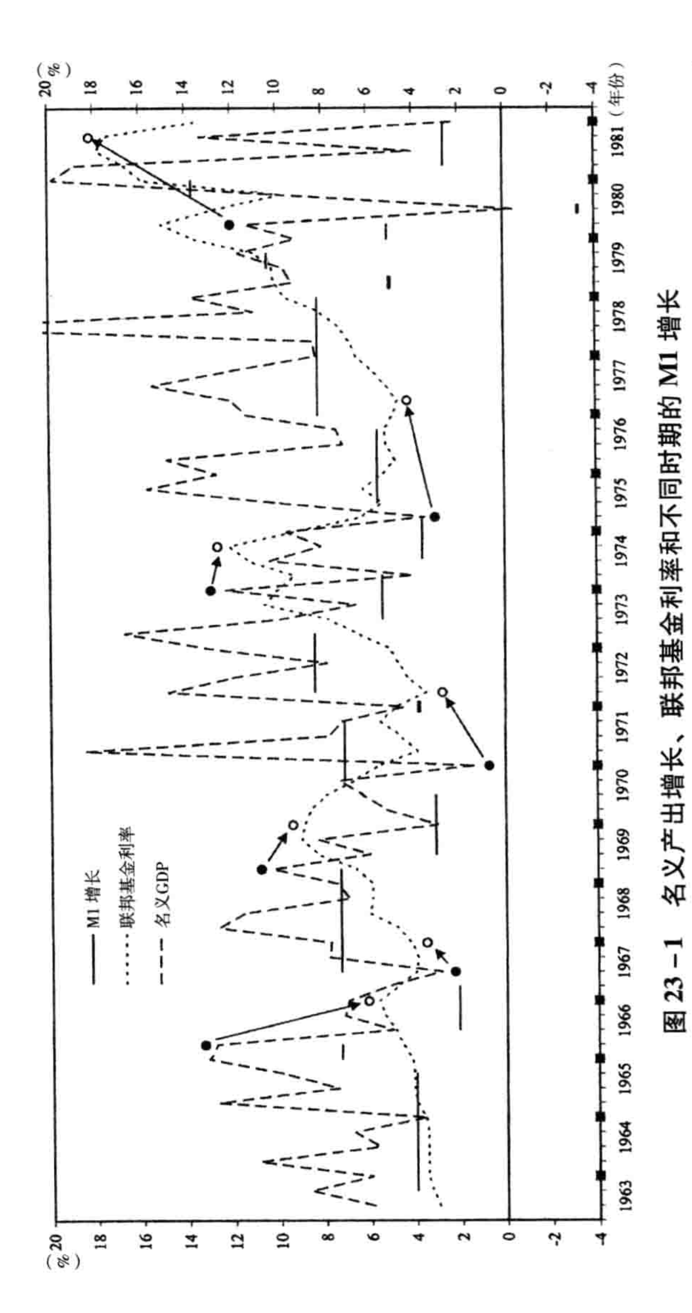


图 23-1　名义产出增长、联邦基金利率和不同时期的 M1 增长

注：名义 GDP 增长（年增长率）和联邦基金利率的季度数据。M1 增长率为各时期（通常是一年）内的均值。1981 年的 M1 增速是“经移动调整”后的数据（贝内特，1982 年）。途中的黑色圆圈代表名义产出增长的拐点。浅色圈标记代表联邦基金利率的拐点。横轴■代表每年第四季度。

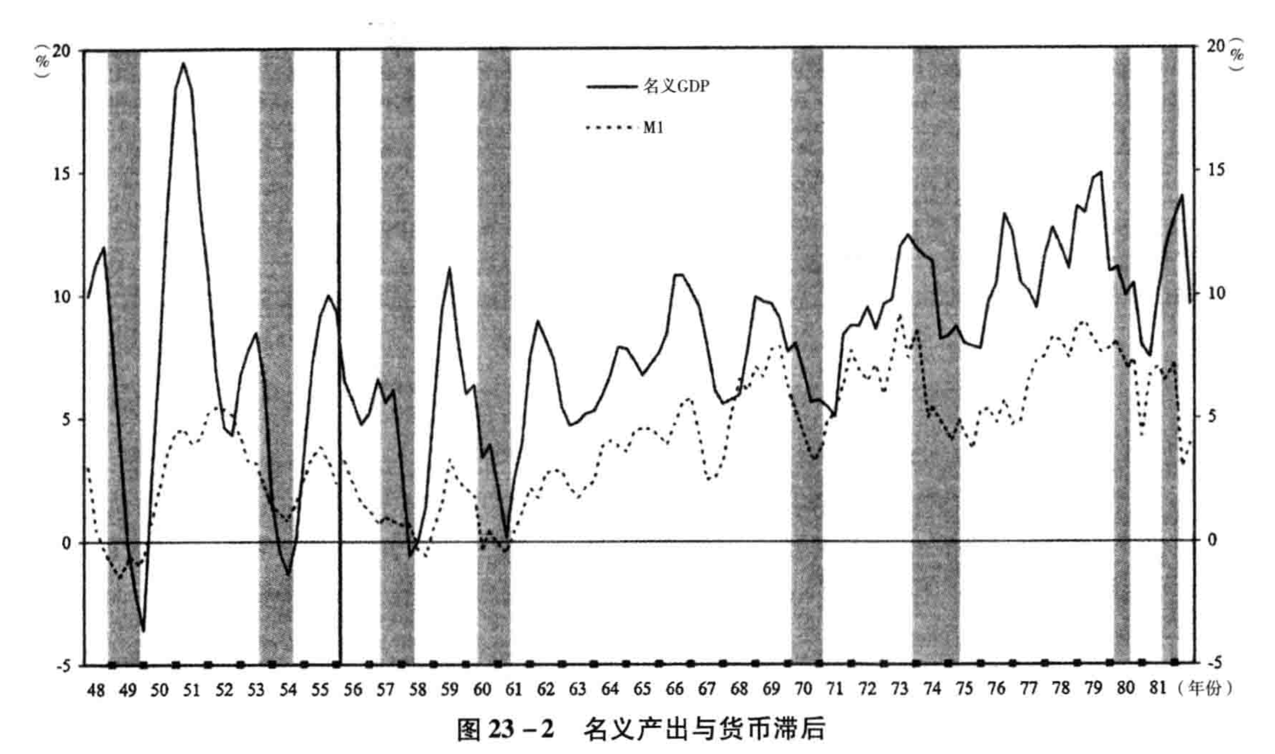


图 23－2 名义产出与货币滞后

注：名义 GDP 和 M1 为四个季度的移动平均数，季度值。1956 年起，M1 滞后 2 个季度。垂直的线用以划分 M1 增长滞后的和没有滞后时期。1981 年的 M1 是“经移动调整”后的数据（贝内特，1982 年）。阴影区域代表经济衰退期间。横轴■代表每年第四季度。

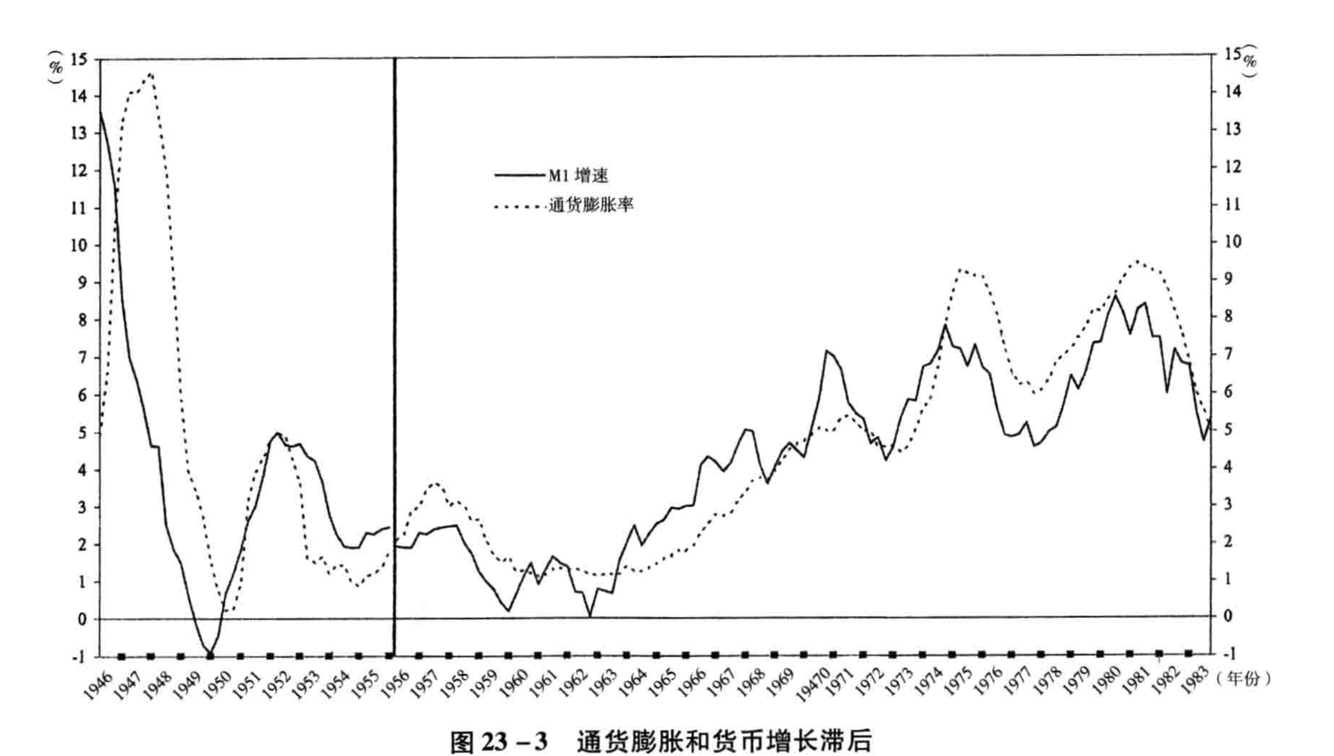


图 23-3　通货膨胀和货币增长滞后

注：通胀数据是 8 个季度的 GDP 平减指数（年化百分比变动率）。1947 年以前，用的是巴尔克和戈登（1986 年）的 GDP 平减指数。货币增长是 8 个季度 M1 的平均增速（年化百分比变动率）。从 1956 年开始，M1 滞后 7 个季度。垂直的线用以划分 M1 增长滞后的没有滞后的时期。1981 年的 M1 是“经移动调整”后的数据（贝内特，1982 年）。横轴上■代表每年第四季度。

[12]从1956年起，货币增长滞后产出增长大概两个季度。本书第4章和第5章曾对此进行过解释，在1953年至1956年的经济衰退后，美联储启动了最早期的“逆风而行”操作策略，这是产生上述滞后关系的根源。图23－3显示，通货膨胀和货币增长之间存在正相关关系，[13]变动趋势基本相同。[14]图中，货币增长滞后期间为7个季度，这个结果支持弗里德曼（1989年，第30～31页）对货币增长引发通胀变动所需时间的实证研究结论。

在1982年之后，FOMC开始更迅速地调整联邦基金利率，以应对名义产出增长的变动。此后的时期，通货膨胀和经济活动都明显更稳定，这一变化说明，在之前时期，由于联邦基金利率黏性，FOMC的利率调整很难与自然利率相一致，这导致货币增长速度剧烈波动。在货币供给变动先于实际货币需求变动的情况下，名义支出和价格必须做出调整，才能使实际货币供求平衡。归根结底，价格水平是一个货币现象：价格水平调整的目的，是要让名义货币的实际购买力与公众的需求保持一致。

第二十四章　“扩张－紧缩”交替和利率黏性

大通胀（Great Inflation）从1965年一直延续到1981年。在此之前，还没有人对该时期中的“扩张－紧缩”交替政策（这个时期先后经历了4轮扩张－紧缩政策的交替）进行过全面的实证性描述。在这一期间可以看到，利率平滑导致了货币增长的加速和减速，而货币增速变化在时间上先于通货膨胀。

按照泰勒（1999年）的观点，通货膨胀应在先，之后，由于公开市场委员会（FOMC）在提高联邦基金利率上过于谨慎，才使货币政策趋向扩张。但实际的逻辑关系正相反，应是货币政策扩张在前，然后才引起了通货膨胀的上升。正如本章附录“紧缩－扩张交替周期划分”所记录的，在这一时期，联邦基金利率的黏性更多体现在与名义产出变化的对比上（而不是相对于通货膨胀）。由于忽视了货币的影响，泰勒规则所刻画的货币政策框架，对各种变量间的关系做出了不恰当的总结。

下面，我们为想要检验货币冲击模型的经济学家，总结出了该

时期的一些经验性规律。图 24－1 到图 24－3 列出了 FOMC 例会期间的各种可得数据。（见附录：“紧缩－扩张交替期，FOMC 关注的数据”。）图 24－1A 至 24－3A 使用的数据相同，但图表的刻度加大（译者注：这 3 张图主要用来描述沃尔克就任早期，即 1979－1982 年的情况），因为在沃尔克就任后的早期，数据的波动幅度大为提高。我们把图中绘出的“扩张－紧缩”交替政策划分成为 4 个周期，每个周期各包含 3 个阶段。在比较时，应该先看 3 张图中 4 轮周期标记为 1 的间隔（译者注：即第 1 轮周期的第 1 个阶段），然后是 1a 间隔，最后是 2 间隔。通读表 24－1 中的各行，可大致了解实证检验的一些规律性结论。

在各轮周期的 1 阶段中，FOMC 要么将联邦基金利率维持在较低水平，要么为促进实体经济活动，还调低了联邦基金利率。此时，工业产出增长率为负或者正在下降。用充分就业的标准（失业率为 4%）来衡量，失业水平都很“高”（第 2 轮周期除外）。通货膨胀水平要么很低，要么还在下降。最后，在阶段 1 中，货币供给增长开始加速。

在阶段 1a，随着通货膨胀上升和失业率下降，FOMC 的政策优先顺序开始发生变化。在第 3 轮周期的 1a 阶段中，价格管制抑制了通胀的上升。尽管 FOMC 开始提高联邦基金利率，但实际利率并未显著上升。始于阶段 1 的货币增长加速（M1 阶梯函数的跳升）继续得以维持。

阶段 2 中，FOMC 将重心集中到降低通胀。联邦基金利率被提高到周期的峰值。与此同时，货币增长在阶段 2 明显减速，图中 M1 阶梯函数开始下移。（1980 年 3 月，信贷管制被取消，这在第 4

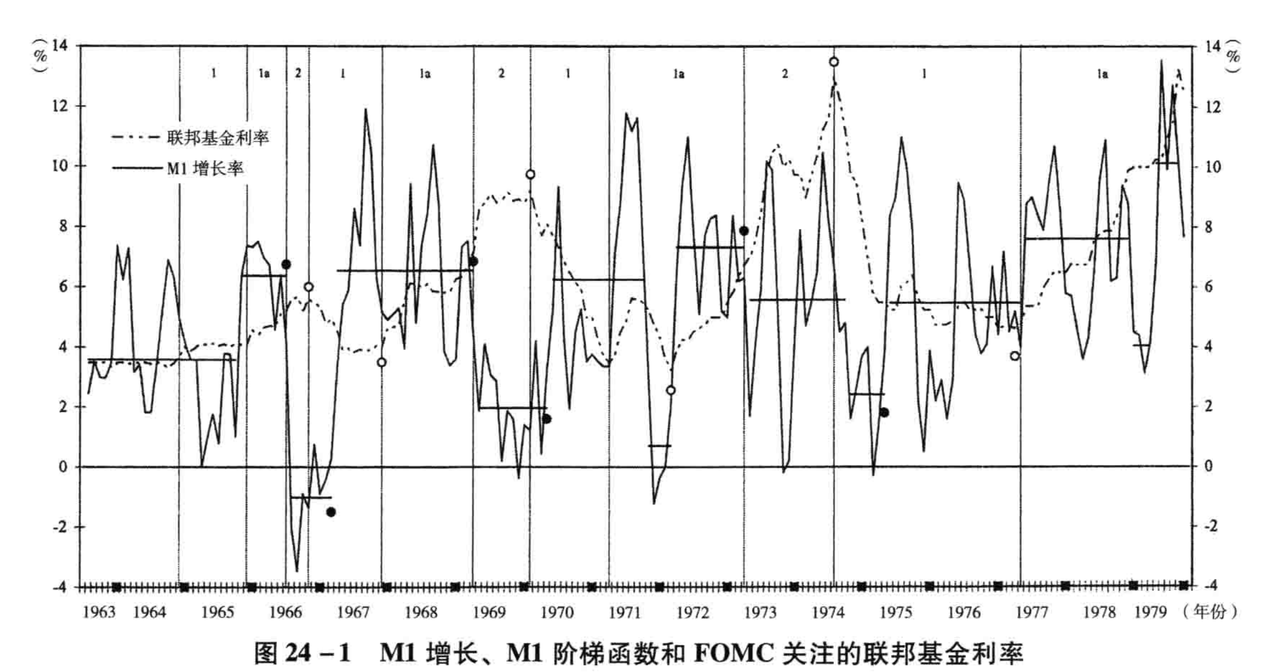


图 24-1　M1 增长、M1 阶梯函数和 FOMC 关注的联邦基金利率

注：数据时点与 FOMC 例会相对应，为月度数据。M1 增速是 FOMC 例会时可获得的，截止于例会上月的 3 个月平均增长率（年率）。M1 阶梯函数得自上述数据。从 1963 年 7 月 30 日到 1970 年 10 月 20 日，以及 1979 年 11 月 20 日，联邦基金利率数据是 FOMC 例会后一周，市场实际利率的均值。其他时点数据用的是 FOMC 例会设定的目标值。途中，黑色圆圈标记的是 M1 阶梯函数的变化（译者注：即货币增速拐点）。空心圆圈标记的是联邦基金利率的拐点。如果一个月内 FOMC 召开了两次例会，用第一次例会的数据。1979 年的数据对应着 9 次例会。横轴上的■代表每年最后一次 FOMC 例会。

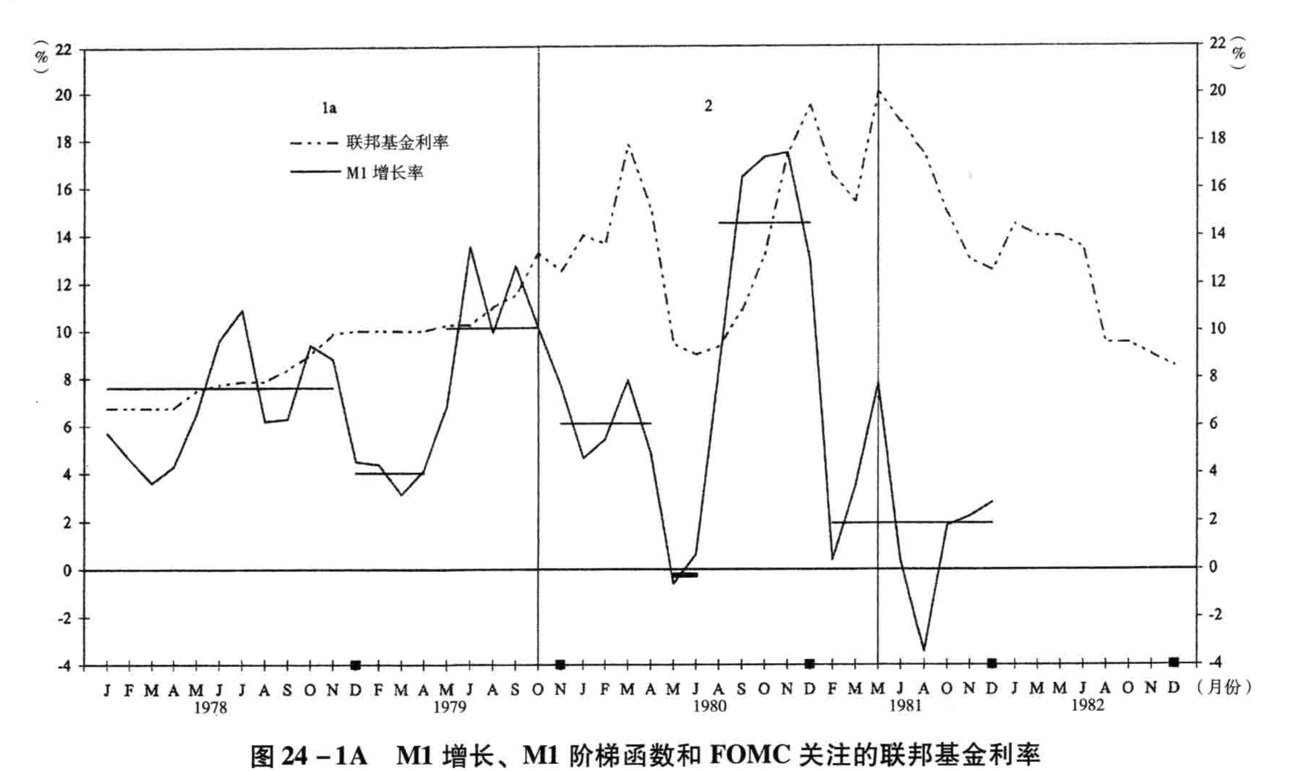


图 24－1A　M1 增长、M1 阶梯函数和 FOMC 关注的联邦基金利率

注：从 1979 年 11 月 20 日到 1981 年 10 月 6 日，联邦基金利率用的是 FOMC 例会后一周，市场实际利率的平均值。其他时点都用的是 FOMC 例会设定的目标值。1981 年的 M1 增长是“经移动调整”后的数据（贝内特，1982 年）。其他时期的情况，参见图 24－1 的注。

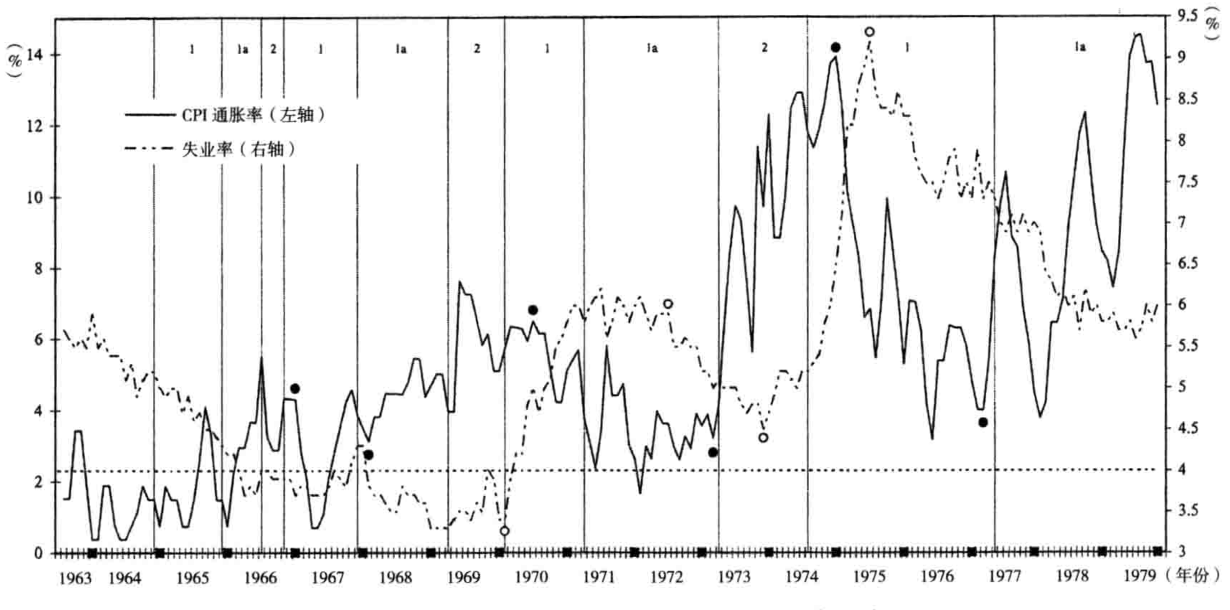


图 24－2　FOMC 关注的联邦基金利率失业率

注：数据时点与 FOMC 例会相对应。通胀率是 FOMC 例会时可获得的（一般是截至到例会前一个月）三个月 CPI 指数平均值（年率）。失业率是 FOMC 例会时可得的最新数据（一般是例会前一个月的数据）。黑色圆圈标记的是 CPI 的拐点，空心圆圈标记的是失业率的拐点，虚线代表 4% 的失业率水平。如果同一个月内 FOMC 召开了两次例会，用第 1 次例会的数据。在 1979 年的数据对应着 9 次 FOMC 例会。横轴上的■代表每年最后一次 FOMC 例会。

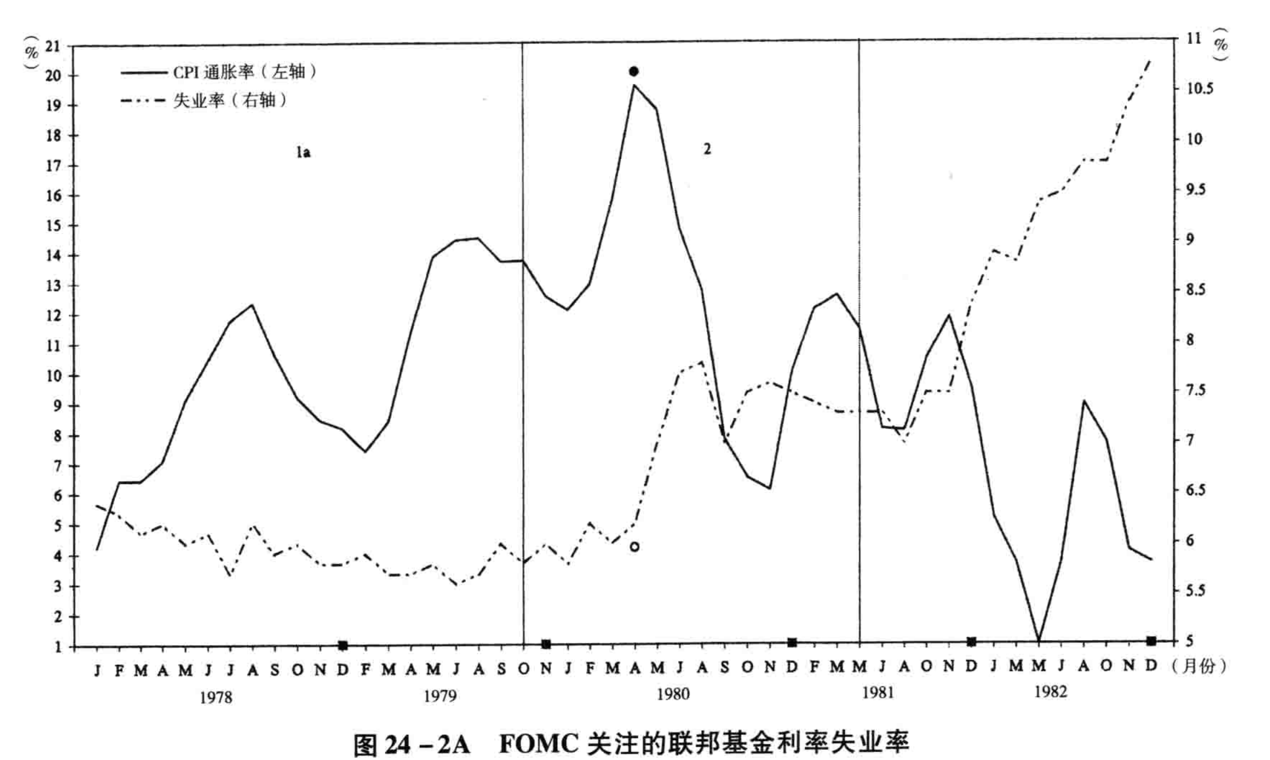


图 24－2A　FOMC 关注的联邦基金利率失业率

注：数据时点与 FOMC 例会相对应。其他参见图 24－2 的注。

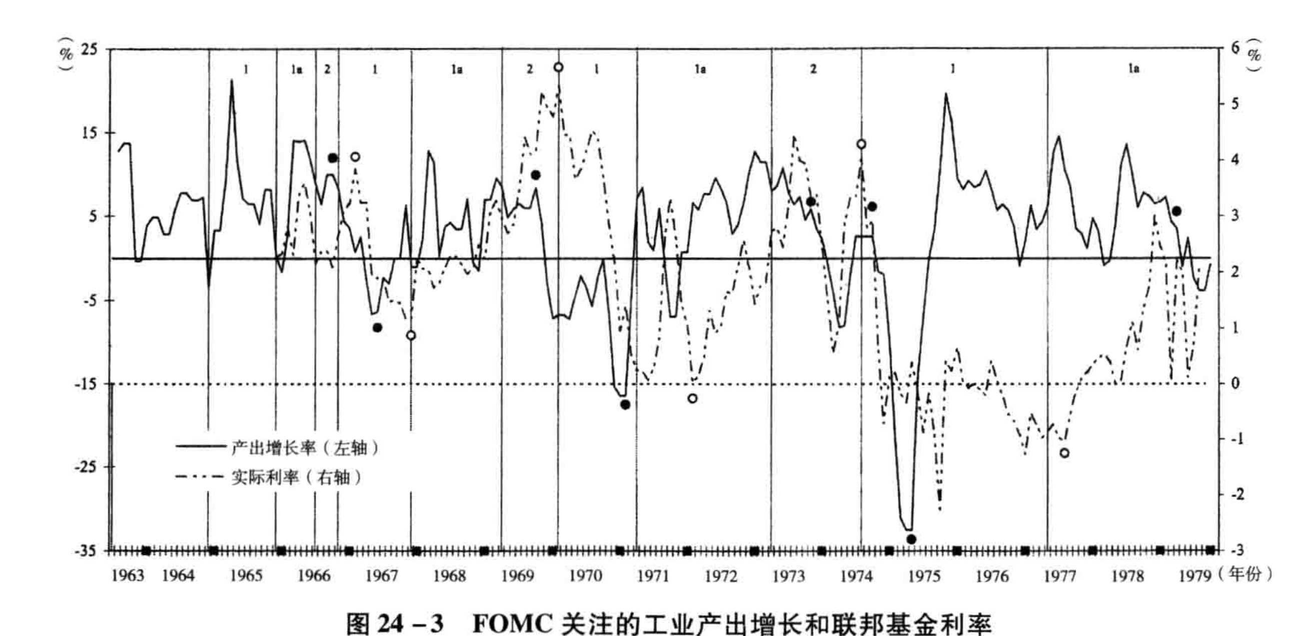


图 24－3　FOMC 关注的工业产出增长和联邦基金利率

注：数据时点与 FOMC 例会相对应。工业产品增长率是 FOMC 例会时可得的最近三个月（截止到例会前一个月）的年化增长率。实际利率数据等于商业票据利率减去绿皮书预测的通胀水平（参见图 8－3）。如果同一个月内 FOMC 召开了两次例会，用第 1 次例会的数据。在 1979 年的数据对应着 9 次 FOMC 例会。黑色圆圈标记的是工业产出的拐点，空心圆圈标记的是实际利率拐点。横轴上的■代表每年最后一次 FOMC 例会。

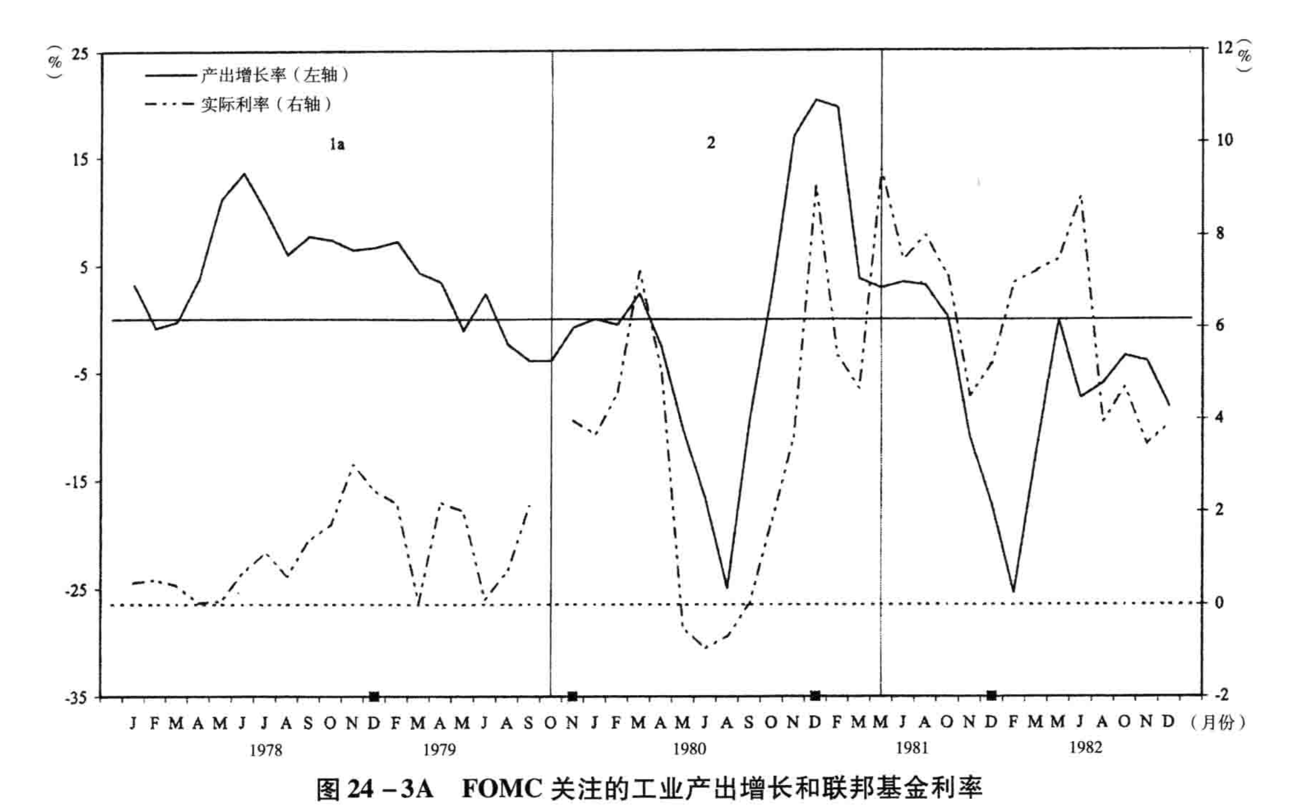


图 24－3A　FOMC 关注的工业产出增长和联邦基金利率

注：没有 1979 年 10 月的实际利率观察值，因为绿皮书没有为这次例会提供通胀预测。其他参见图 24－3 的注。

表 24－1　联邦基金利率目标和 FOMC 例会关注的数据

	(1) FR	(2) ΔFR	(3) Int ΔFR	(4) RR	(5) ΔRR	(6) IP	(7) ΔIP	(8) CPI	(9) CPI	(10) U	(11) ΔU	(12) ΔM1 step	(13) M1 step date
PHASE 1													
Cycle1（12/64－11/65）	4.1		0.1			7.5		1.8		4.7		2.8	10/65
cycle2（11/66－11/67）	4.4	－1.1	－1.5	2.3	－0.1	－0.3	－9.0	2.9	－0.4	3.9	0	7.5	2/67
Cycle3（2/70－3/71）	6.2	－2.7	－5.0	3.0	－1.2	－6.0	－8.5	5.5	－0.5	5.1	1.5	5.3	4/70
Cycle4（8/74－4/77）	6.0	－3.9	－7.5	－0.1	－3.0	0.3	－2.2	7.6	－2.3	7.6	－2.7	5.2	4/75
PHASE 1a													
Cycle1（12/65－6/66）	4.8	0.7	0.7	2.8		9.1	1.6	3.1	1.3	3.9	－0.8		
Cycle2（12/67－3/69）	5.9	1.5	2.5	2.3	0	4.9	5.2	4.4	1.5	3.6	－0.3		
Cycle3（4/71－3/73）	4.9	－1.3	3.0	1.4	－1.6	5.2	11.2	3.5	－2.0	5.7	0.6		
Cycle4（5/78－10/79）	8.2	2.2	7.9	0.7	0.8	5.0	4.7	9.3	1.7	6.2	－1.4		
PHASE 2													
Cycle1（7/66－10/66）	5.5	0.7	0	2.4	－0.4	8.7	－0.4	3.3	0.2	3.9	0	－7.4	6/66
Cycle2（4/69－1/70）	8.9	3.0	0.6	4.2	1.9	2.5	－2.4	6.0	1.6	3.6	0	－4.6	3/69
Cycle3（4/73－7/74）	9.9	5.0	6.0	2.9	1.5	2.5	－2.7	9.9	6.4	4.9	－0.8	－4.9	3/73
Cycle4（11/79－5/81）	14.2	6.0	7.5	3.7	3.0	0.2	－4.8	12.4	3.1	7.0	0.8	－8.2	10/79

注：数据为图 24－1 至图 24－3 描述的各周期的平均值，均为 FOMC 例会时使用的数据。FR 是联邦基金利率；RR 为实际利率；IP 是工业产出增长率；U 代表失业率；M1 是 M1 口径的货币总量。CPI 是消费价格指数。Δ 表示从一个阶段到下个阶段的变动。Int ΔFR 表示联邦基金利率从周期第 1 天与最后 1 天的变动。M1 阶梯函数的起始日期，是前一阶段的最后一天。日期标记为 4/70 的 ΔM1，是从 4/69－4/70 阶段上升到 3/72－3/73 阶段的水平。日期标记为 3/73 的 ΔM1，则是从 3/72－3/73 阶段下降到 10/74－4/75 阶段的水平。日期标记为 4/75 的 ΔM1，从 10/74 至 4/75 阶段上升到 5/77 至 11/78 阶段的水平。日期标记为 10/79 的 ΔM1，从 5/79 至 10/79 阶段下降到 2/81 至 12/81 阶段的水平。

周期的阶段2中，短暂地引起了货币增长加快。)

上述期间中，货币政策的一个关键特点是，FOMC对利率进行周期性的平滑调整。这种操作模式，与旨在控制名义支出的激进政策相对应。在经济复苏过程中，有意限制加息幅度会使货币增长加快，FOMC借此可以抬高名义支出水平，并刺激实际产出增长。经济过热时，FOMC又有意限制降息幅度来压低货币增速，以抑制名义支出增长，降低通货膨胀水平。

表24－2总结了“扩张－紧缩”交替周期中，因货币冲击产生的各种短期关系。最好比较下表24－2中的各行数据。例如，第3行从第2轮周期1阶段中的货币增长峰值，M1高增长的阶段结束于1969年3月。此后，M1增长的阶梯函数从6.5%降到了2.0%（见第4行）。工业产出增长率在1969年月达到峰值8.4%——滞后期为6个月（见第7栏）。联邦基金利率在1970年1月达到峰值9.2%（和实际利率峰值的时点一致）——较M1的峰值滞后10个月（见第8栏）。失业率在1970年1月下降到最低，为3.4%。通胀率在1970年6月达到峰值6.5%——较M1峰值滞后了15个月（见第9栏）。最后，实际利率的周期峰值出现于1970年1月，为5.3%——较工业产出增长峰值滞后了4个月。可以看到，货币冲击先是影响了实际变量，然后才会扩散到通货膨胀水平。附录对图表中总结的数据进行了更详细的说明。

附录A：“扩张－紧缩”交替周期的划分

图24－1画出了FOMC例会时可得的最近3个月的M1增长率（年率），并以此拟合出一个阶梯函数。此外，图中也标出了FOMC

表 24 - 2　数据拐点和滞后情况

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
Peaks troughs	M1 step	Ind prod	Funds rate	Real rate	U rate	Inflation	Lags in montsh			
							Mi-IP	M1-FR	MI-CPI	IP-RR
P(1)	6/66(6.4)	9/66(10.0)	10/66(5.6)	1/67(3.8)		12/66(4.3)	3			4
T(2)	2/67(-1.0)	5/67(-6.4)	11/67(4.0)	11/67(1.2)		1/68(3.1)	3	9	11	6
P(2)	3/69(6.3)	9/69(8.4)	1/70(9.2)	1/70(5.3)	1/70(3.4)	6/70(6.5)	6	10	15	4
T(3)	4/70(2.0)	1/71(-16.4)	2/72(3.3)	1/72(0)	6/72(5.9)	2/73(3.2)	9	22	34	12
P(3)	3/73(7.3)	10/73(5.9)	7/74(13)	7/74(4.1)	11/73(4.5)	12/74(13.9)	7	16	7	9
		9/74(2.6)					18			
T(4)	4/75(2.4)	4/75(-32.5)	3/77(4.6)	7/77(-1)	6/75(9.2)	2/77(4.0)	0	23	22	27
P(4)	11/78(7.6)	4/79(3.5)	5/81(20.0)	5/81(9.4)	4/80(6.2)	4/80(19.6)	5	31	18	25
	10/79(10.1)	3/80(2.4)					5			

注:表中的日期(月/年)均与图 24 - 1 至图 24 - 3 中所列出的数据拐点相对应。数据均为 FOMC 例会期间使用的数据。在 P 和 T 后括号中的数字,代表“扩张 - 收缩”交替周期的编号。表中各栏括号中的数字,代表拐点值。对于图 24 - 1 至图 24 - 3 中列出的四轮周期,“滞后月数”表示相对于 M1 增长拐点,工业产出增长率(IP)、联邦基金利率(FR)、通胀率(CPI)的滞后时间,以及实际利率(RR)相对于工业产出增长率拐点滞后时间。第 6 行,工业产出栏对应的 9/24(2.6),是一个替代性周期峰值。类似的,在最后一行,在 M1 阶梯函数下面一行的数值,10/79(10.1),以及工业产出栏下面一行,都是替代性峰值。

例会后的联邦基金利率。图 24－2 标出了例会时，最近 3 个月 CPI（年率）和失业率变动情况。图 24－3 描述了例会时，最近 3 个月工业产出增长和实际利率的变化，后者等于商业票据利率减去绿皮书预测的通胀率。图中的实际利率数据始于 1965 年，绿皮书从这年开始提供通胀预测。（参见第 4 章附录：“实际利率序列数据。”）

图中把 1965 年到 1981 年间的四轮“扩张－紧缩”交替周期，都划分成 3 个阶段。在阶段 1 中，FOMC 把促进实际增长放在比控制通胀更优先的位置。为此，FOMC 将联邦基金利率维持在较低水平，以使货币增长加速。随着 FOMC 的加息操作水平，周期开始从阶段 1 进入阶段 1a。在阶段 1a 中，实际增长渐趋强劲，通货膨胀也开始上升，FOMC 开始抬高联邦基金利率，但幅度不足以阻止货币的继续高速增长。

在阶段 1a 末，通货膨胀成为 FOMC 关注的首要问题。随着 M1 增速下降，周期从阶段 1a 进入阶段 2。在阶段 2 开始，尽管已有货币增速下降和经济活动趋弱的迹象，FOMC 仍会试图将联邦基金利率维持在较高水平。到阶段 2 末时，FOMC 的注意力又从通货膨胀转向日益恶化的实际增长状况。随着 FOMC 再次启动降息，经济从上一轮周期的阶段 2，进入新一轮周期的阶段 1。

表 24－1 概括了图 24－1 至图 24－3 所描述的信息。在所有的阶段 1 中，失业率都处于较高水平（第 10 栏）。工业产出增长也较上一个阶段下滑（第 7 栏）。此时，通胀率要么处于较低水平，要么就正在下降（第 8 栏和第 9 栏）。

阶段 1 中，FOMC 有意将利率维持在可以导致货币增长加速的水平。整体上，联邦基金利率在阶段 1 中都处于下跌状态，第 1 轮

周期的阶段 1 是个例外，表现相对异常（第 3 栏）。与上一轮周期阶段 2 的水平相比，联邦基金利率也有所下降（第 2 栏），实际利率的变动情况也大体类似（第 5 栏）。在阶段 1 中，M1 增长率明显上升，从阶梯函数变化可以看到这一点（第 12 栏）。4 轮周期整体的平均涨幅为 5.2 个百分点。

随着 FOMC 的加息意愿增强，阶段 1a 就开始了。这个阶段中，FOMC 的政策优先顺序发生了变化，从刺激实际增长转向抑制通货膨胀。此时，失业率不是降到周期最低水平，就是正在周期最低水平变动（第 11 栏）。工业产出增长强劲，增速较阶段 1 有所加快（第 6 栏和第 7 栏）。在整个阶段 1a 中，通胀率都在上升（第 9 栏）。（第 3 轮周期的阶段 1a 是个例外，时间为 1971 年 4 月至 1973 年 4 月，在该期间中，价格管制抑制了通胀率的上升。1973 年 4 月，在管制结束后，通货膨胀开始飙升。）阶段 1a 中，FOMC 开始调高联邦基金利率，但幅度不足以大幅抬高实际利率（第 5 栏）。此外，联邦基金利率的上涨也没达到可以抑制货币高速增长的程度。

在阶段 2 中，FOMC 的主要目标转为降低通胀水平。一般而言，阶段 2 始于 M1 增长率开始下降的时候。此时，失业率维持在较低水平（第 10 栏和第 11 栏）。工业产出增长在阶段之初表现强劲，但随时间推移开始下降，整体上低于阶段 1a 的水平（第 7 栏）。阶段 2 中的通胀水平则持续上升（第 8 栏和第 9 栏）。（在第 4 轮周期的阶段 2 中，通胀率在急剧上升后有所下降，但仍保持在较高水平。）

在这个阶段，联邦基金利率和实际利率都会上升（第 2 栏、第

3栏和第5栏）。（1966年7月至1966年10月是个例外，在此期间，美联储对信贷进行了直接控制，而不是采用通常的利率调整。）在所有阶段2的开始，M1阶梯函数都大幅下移（第12栏）。而到了阶段2末期，随经济活动日趋衰弱，FOMC的政策重点再次从通胀上转移。随着FOMC调低联邦基金利率，经济从紧缩阶段进入下一轮周期的扩张阶段1。

表24－2列示了各类数据拐点的滞后时期，各图中用圆圈（黑色圆圈和浅色圆圈）进行了标记。纵观4轮周期的情况，都是M1增速率先达到峰值，然后是工业产出增长率，接下来是联邦基金利率和实际利率，最后是通胀率达到峰值。第2轮周期的滞后非常具有代表性。1969年3月，M1增长率从阶段2开始下降，阶梯函数值从6.5%向下变动为2%。之后，工业产出增长在1969年9月开始走低，并在11月变成负值。联邦基金利率在1970年1月达到峰值，实际利率也在同一月份出现拐点。可以看到，实际利率大概在工业产出增长出现拐点后4个月达到峰值。最后，通胀率直到1970年6月才达到峰值。上面详述的这些滞后现象，都是货币政策导致商业周期对短期利率敏感性下降的明证。

在随后的部分，我们将更详细地描述4轮“扩张－紧缩交替”周期的情况。我们把每轮周期都分成一个扩张区间（分为阶段1和阶段1a）和一个紧缩区间（阶段2）。扩张区间中，货币增速加快，紧缩区间中，货币增速下滑。当FOMC将实际经济增长作为主要政策目标，并开始调低联邦基金利率时，阶段1就开始了。而当FOMC同时关注通胀率和实际经济增长，并开始小幅加息时，周期便从阶段1进入阶段1a。不过，在阶段1a中，FOMC的加息意愿不

算强烈，由此导致利率上调幅度不足以抑制货币的高速增长。最后当货币增速开始下降时，周期从阶段1a进入阶段2。

下文对“阶段1”“阶段1a”和“阶段2”的描述中，所引数据均来自相应图表，数据时点与FOMC例会时间相对应，均是例会时使用的最新数据。在扩张区间（阶段1和阶段1a），“名义产出增长、联邦基金利率和M1”描述的是，在经济复苏期间，联邦基金利率上升相对于名义产出增长的滞后情况，以及该区间的货币增速。在紧缩区间（阶段2），描述的则是联邦基金利率下降相对于名义产出的滞后情况。

第1轮周期：1964年12月至1966年11月

阶段1：在第1轮周期的阶段1中（1964年12月至1965年11月），失业率维持在4%以上，但从1963年12月的5%，稳步下降到1965年11月的4.3%。CPI指数则基本保持在1.5%以下。联邦基金利率在4%左右。阶段1结束时，M1阶梯函数值从3.6%上升到了6.4%。

阶段1a：在第1轮周期的阶段1a中（1965年12月至1966年6月），失业率下跌到3.7%，与此同时，工业产出强劲增长。CPI指数从不到1%大幅上升到5.5%。联邦基金利率缓慢提升至5.2%。

阶段2：在第1个周期的阶段2中（1966年7月至1966年10月），失业率仍维持在4%附近。但工业产出增长在1966年9月达到10%以后急剧下滑。在阶段1中平均为1.8%的通胀率，上升到3.3%。联邦基金利率达到5.7%的峰值，而M1阶梯函数值从6.4%大幅降低到1%。

名义产出增长、联邦基金利率和M1：1964年至1965年间，名义产出增长率提高了4.1个百分点，从6.7%上升到10.8%，与此同时，联邦基金利率仅上升约0.5个百分点，从3.5%上涨到略高于4%。1965年第4季度时，M1阶梯函数值从3.6%上升到6.4%。名义GDP增长在1966年第1季度达到峰值13%。三个季度后，联邦基金利率达到峰值5.6%。1966年第3季度，M1阶梯函数值从6.4%跌至－1.0%。

第2轮周期：1966年12月至1970年1月

阶段1：在第2个周期的阶段1中（1966年11月至1967年11月），失业率维持在4%左右，但工业产出增长率持续下降，并最终变为负值。CPI指数曾一度下降至零，但随后反弹至4%，回到了阶段初期的水平。联邦基金利率持续下降，从5.5%降低到4%，同时实际利率从3%以上下降到1%左右。M1增速急剧上升，从上轮周期阶段2的负值，攀升到12%左右。

阶段1a：在第2个周期的阶段1a中（1968年12月至1969年3月），失业率降到最低值3.3%。通胀率持续上升，峰值时达到5.5%左右。联邦基金利率上升约2.5个百分点，略微超过7%，同时，M1阶梯函数值维持在6.5%的相对高位。

阶段2：在第2个周期的阶段2中（1969年4月至1970年1月），失业率维持在较低水平，最低降到3.4%。工业产出增长强劲，在1969年9月达到峰值9.1%，随后急速下跌至负值。通胀率在阶段初期上升至7.6%，之后下降到5.5%。联邦基金利率保持在9%的高位，实际利率在1970年1月攀升至5%以上。M1阶梯函数值从6.5%下跌至2%。

名义产出增长、联邦基金利率和 M1：在第 2 轮周期的扩张区间，1967 年第 2 季度，名义 GDP 增速跌至 3.1%，随后开始上涨。两个季度后，联邦基金利率从 1967 年第 4 季度开始上升，但涨幅相当温和。到 1986 年第 1 季度时，联邦基金利率上调幅度加大，从 4.2% 迅速上升至 4.8%。M1 阶梯函数值从 -1% 升至 6.5%。在紧缩区间中，名义 GDP 在 1969 年第 1 季度达到峰值 10.7%。联邦基金利率持续上调，并在 1969 年第 3 季度达到 9%，之后，在 1969 年第 4 季度基本维持在这一水平，到 1970 年第 1 季度，联邦基金利率小幅下跌至 8.6%，在 1970 年第 2 季度跌至 7.9%。M1 阶梯函数值从 6.5% 下跌到 2.0%。

第 3 轮周期：1970 年 2 月至 1974 年 7 月

阶段 1：在第 3 轮周期的阶段 1 中（1970 年 2 月至 1971 年 3 月），失业率从 1970 年 1 月的低位 3.4% 大幅上升到 6% 的高点。工业产出增长始终都在负值徘徊。CPI 指数波动较为异常，从期初 6% 以上降至期末的 4% 以下。联邦基金利率从 9% 以上，下降到期末的 3.5%，同时，实际利率从 1970 年 1 月的 5% 以上降至几乎为零。M1 增长率温和上涨，从期初的 1% 上升到期末的 3.5%。

阶段 1a：在第 3 轮周期的阶段 1 中（1971 年 4 月至 1973 年 3 月），失业率下降了 1 个百分点左右，从 6% 降至 5.1%。工业产出强劲增长，在本阶段末时达到 12.7% 的峰值。这个阶段中，价格管制在大部分时间内抑制了通胀上升，但物价在 1973 年 3 月后开始飙升。1971 年秋，FOMC 开始调低联邦基金利率，并在 1972 年 2 月例会后降到 3.25% 的低位。价格管制降低了通胀预期，使实际利率有所上升，不过，在 1972 年 1 月 FOMC 例会决定降息时，实际

利率下跌到零附近。在这个阶段末，1973 年 3 月，联邦基金利率上涨至 6.75%，实际利率则上升 2.75%。由于价格管制导致的实际利率上升，M1 阶梯函数值在 1971 年 10 月大幅下跌，但之后在 1972 年反弹至 7.3%。

阶段 2：在第 3 轮周期的阶段 2 中（1973 年 4 月至 1974 年 7 月），失业率保持在 4.9% 的相对低位。工业产出增长率下降，并变为负值，随后在 1974 年夏有所恢复。通胀率持续上升，到期末时，已达到 13% 左右。联邦基金利率持续提升，并在 1974 年 7 月达到 13% 的峰值。M1 阶梯函数值从 7.3% 温和下降到 5.6%。

名义产出增长、联邦基金利率和 M1：在 1970 年第 4 季度的扩张区间，名义 GDP 增长跌至 1.4%，之后强劲上扬。联邦基金利率在 1972 年第 1 季度，降至 3.5% 的最低水平。M1 阶梯函数值从 2.0% 上升至 6.25%，并最终达到 7.3%。在紧缩区间，名义 GDP 在 1973 年第 4 季度达到 13.2% 的峰值，之后，联邦基金利率在 1974 年第 3 季度才达到 13% 的峰值。

第 4 轮周期：1974 年 8 月至 1981 年 5 月

阶段 1：在第 4 轮周期的阶段 1 中（1974 年 8 月至 1977 年 4 月），失业率大幅上升，从阶段初期的 5.3% 上涨至 1975 年 6 月的峰值 9.2%，期末时跌回至 7.3%。CPI 指数从 10% 以上下跌到 1977 年 1 月的 4%。联邦基金利率在初期大幅下调，从 1974 年 7 月的 13% 跌至 1975 年 5 月 5.25%。（1975 年 6 月，在试图刺激经济的一次退税方案实施后，M1 增速在短期内迅速加快，曾引发通货膨胀短暂反弹。联邦基金利率的期末值为 4.75%。整个期间的实际利率均值为 -1%。M1 增速持续上升，M1 阶梯函数值从 2.4% 涨至

5.5%。)

阶段 1a：在第 4 轮周期的阶段 1a 中（1977 年 5 月至 1979 年 10 月），失业率在 1979 年 7 月跌至 5.6% 的低位。通胀率持续上升，并在 1979 年 8 月达到了 14.5% 的峰值。与此同时，联邦基金利率稳步上调，在期末达到 13.25%。M1 阶梯函数值在 1978 年的紧缩后曾有短暂下降，随后飙升至末期时的 10.1%。

阶段 2：图 24 - 1A 至图 24 - 3A 描述的是最后一轮周期中的紧缩区间——沃尔克反通胀。到 1970 年代末，如何界定各阶段起止日期变得不那么清晰。也可以将紧缩区间的起始定在 1978 年 12 月，而不是现在的 1979 年 11 月。通胀率在 1978 年开始上涨，从年初接近 4% 上升到 7 月时的 12%。与此同时，美元汇率也持续下跌。作为应对，FOMC 将联邦基金利率从 1 月的 6.75% 提升至 1978 年 11 月的 10% 左右。

在 1978 年 12 月之后，M1 阶梯函数值从 7.6% 下跌到 4%。工业产出增长率在 1979 年 2 月开始下降。到 1979 年初，美联储经济学家预测即将出现经济衰退，有鉴于此，FOMC 停止了加息进程。M1 增速再度加快。8 月，在沃尔克接替米勒出任美联储主席之后，FOMC 再次启动加息。也有人认为紧缩始于 1978 年 12 月，只是有短暂的中断。此外，卡特政府从 1980 年 3 月开始实施信贷管制，并于 1980 年 7 月放弃了这一手段，也引发了一个“短暂”萧条 - 繁荣周期，这模糊了反通胀政策的起止时间。

最后一轮周期的阶段 2 始于 1979 年 10 月，当时，M1 阶梯函数值从 10.1% 降至 6.1%。1980 年 5 月之前，失业率始终在 6% 左右波动，之后在 7.5% 附近波动，直到 1981 年 12 月剧烈上升为止。

到 1979 年 4 月之前，工业产出增长强劲。之后在 1979 年末跌至负值，1980 年初再度上升，并在 1980 年 3 月转负为正。

工业产出增长先是因实施信贷管制而下降，之后随管制解除开始上升。在 1981 年最后两个月中，再次跌为负值。3 个月 CPI 在 1980 年 4 月达到峰值 19.6%，随后有所下跌。中间经历了两次反弹，第一次在 1981 年初，第二次是在 1981 年末，再次回到 10% 之上。

1980 年 3 月 15 日，美联储开始实施信贷管制。联邦基金利率在 3 月 18 日的 FOMC 例会后上升至 17.8%。在 5 月和 7 月的例会时，3 个月 M1 增长率几乎跌至零，作为应对，FOMC 在中国的例会上，把联邦基金利率下调至 9%。随着信贷管制在 7 月份解除，M1 阶梯函数值再度上升，在 1980 年 8 月至 12 月期间达到 14.5%，联邦基金利率在 1980 年 12 月例会后上调至 19.4%。整个 1981 年，联邦基金利率都维持在较高水平，但在 10 月例会后开始下降。M1 阶梯函数值在 1981 年 2 月至 12 月之间下跌至 1.9%。

名义产出增长、联邦基金利率和 M1：在第 4 轮周期的扩张区间中，名义产出增长在 1975 年第 1 季度达到了 2.4% 的周期最低值，之后开始强劲反弹，随后 4 个季度的平均增速达到 13.5%。不过，联邦基金利率到 1977 年 1 季度才达到 4.7% 的最低值，比名义产出滞后了差不多 2 年。M1 阶梯函数值从 2.4% 上升到 1975 年第 2 季度的 5.5%，随后在 1977 年第 2 季度上升到 7.6%。1975 年第 2 季度至 1980 年第 1 季度，名义产出增长围绕 11.4% 的均值波动。联邦基金利率从 1977 年第 1 季度的最低水平稳步爬升，并在 1980 年 3 月达到 17.8%。M1 增速在 1979 年第 1 季度下降，在 1979 年

第2季度和第3季度上升，在1979年第4季度和1980年第1季度下降，在1980年第2季度变为负值，在1980年第3季度和1980年第4季度上涨，然后在1981年骤降。在1979年第4季度至1981年第4季度期间，M1增长均值为5%，低于前一阶段的7.6%。

附录B：FOMC使用的“扩张－紧缩”交替期数据

联邦基金利率数据用的是FOMC例会后第一周（周四至下周三）的实际市场利率。其他各种数据则是FOMC例会时可得的最新数据和绿皮书的预测值。统计数据的发布日期进行过核查，以剔除那些在绿皮书成稿后但在FOMC例会前发布的数据。在这类情况下，用的是正式发布的统计数据。

名义GNP数据（在上一个附录“扩张－紧缩交替周期的划分”中，称为“名义产出增长”）取自绿皮书的预测值，为年增长率。如果FOMC例会在季度的第1或第2个月召开，用当前季度的预测值；如果例会在季度最后一个月召开，用下一季度的预测值。

M1增速是截止到FOMC例会前一月的3个月期平均增长率（年率），用的是FOMC例会时参考的预测值。1963年至1972年4月的数据来自蓝皮书（或其前身）。1972年5月至1979年的数据来自绿皮书。至于CPI和工业产出的数据不来自绿皮书，而是摘自FOMC例会前发布的《美联储公告》。如果FOMC在1个月内召开了两次例会，则使用第1次例会的数据。

第二十五章　“扩张－紧缩”交替时期的货币非中性

从第23章和24章对“扩张－紧缩交替”时期的概述可以看到，美联储的利率平滑操作引发了货币加速和减速的冲击。在第24章中，我们实证检验了这些冲击与主要宏观经济变量在时间上的关联情况。本章将用描述的方式，来刻画货币干扰、实际利率和实际产出（以劳动时间衡量）之间的关系。

一　总体概述

通胀水平持续上升，从1960年至1965年间略高于1%上升到1968年下半年的5%，对此，公开市场委员会（FOMC）从1968年底将政策重点转向降低通胀。为实现这一目标，FOMC提高了联邦基金利率，并在名义产出显示出疲弱迹象时，仍将利率维持在周期高位。M1增速在1969年1月达到峰值，劳动时间增长在6个月后（1969年7月）达到峰值，实际利率的峰值来得更晚，到1970年7

月才出现（第3行，表25－1）。[1]这符合实证研究所得的经验规律，即实际利率拐点滞后的时间通常比劳动时间滞后更长。表25－1的第7栏显示，劳动时间拐点滞后于M1拐点，第8栏则显示，实际利率的拐点滞后于劳动时间的拐点。1971年3月，FOMC将联邦基金利率压低至3.5%（参见图8－2）。1971年2月至6月，商业票据的实际利率均值仅为0.3%（参见图8－3）。M1增速略高于10%（参见图8－2）。在1965年11月至1971年1月这个更长的时段内，实际利率均值为2.9%。在此之前，唯一可与之相比的实际利率较低的时期是1967年7月至11月，均值为1.4%。

在1971年10月至1972年2月之间，M1增速曾有短暂下滑，打破了扩张区间一贯的货币加速模式。[2]这主要是受尼克松在1971年8月15日突然宣布价格管制的影响。出于担心放松货币政策可能削弱价格管制的有效性，FOMC在一开始基本维持联邦基金利率的稳定。在宣布价格管制时，联邦基金利率为5.6%，到11月，只是小幅降低到4.9%。通胀预期在价格管制宣布之后急速下跌，在1971年7月27日至9月21日的FOMC例会之间，绿皮书对1971年第4季度的通胀预测（GNP平减指数）降低了3.1个百分点。

在7月时，实际利率为0.5%，到9月上升到2.3%（参见图25－1）。M1增速下降从另一个侧面也证实了实际利率的上升。为此，FOMC持续调低联邦基金利率，到1972年2月，达到3.3%的周期最低水平。1971年秋，货币增速短暂下降，将货币扩张期一分为二。而每个扩张期都与实际利率较低相关联。第一个低实际利率为1971年5月的0.1%，第二个则是1972年1月的零左右。

表 25－1　货币、劳动时间和实际利率的周期性时序关系

M1 阶梯函数值特征	M1 增速	M1 增速起始时间	阶梯值变动	劳动时间波峰/波谷时间(值)	实际利率波峰/波谷时间(值)	M1－劳动时间滞后	劳动时间－实际利率滞后	M1－实际利率滞后
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
高	7.6							
(1)低	0.0	4/66	－7.6	6/66(7.5)	1/67(3.8)p	2	7	9
(2)高	7.5	1/67	7.5	2/67(－11.0)	11/67(1.2)t	1	9	10
(3)低	3.2	1/69	－4.3	7/69(7.1)	7/70(4.5)p	6	12	18
(4)高#1	8.1	7/70	4.9	9/70(－9.3)	5/71(0.1)t	2	8	10
(5)较低	3.8	7/71	－4.4		9/71(3.3)p	—	—	2
(6)高#2	9.5	12/71	5.8		1/72(0.03)t			
(7)低#1	5.2	1/73	－4.3	2/73(12.5)	7/73(4.5)p	1	5	6
(8)低#2	3.2	3/74	－2.0	5/74(10.8)	7/74(4.1)p[1]	2		4
(9)高#1	5.9	4/75	2.7	2/75(－17.2)	9/75(－2.3)t	－2	7	5
(10)高#2	8.6	9/76	2.7	1/77(2.6)	7/77(－1.0)t[1]	4	6	10
(11)较低	4.7	9/78	－3.9		1/79(3.1)p			4
(12)较高	11.6	2/79	6.9		6/79(1.1)t			4
(13)低#1	6.2	7/79	－5.4	12/79(3.5)	11/79(5.4)p	5	－1	4
(14)低#2	－6.5	2/80	－12.7		4/80(5.0)p[1]			2
(15)高	10.5	5/80	17.0	5/80(－11.0)	6/80(－9)t	0	3	3
(16)低	0	4/81	－10.5	7/81(3.5)	9/81(8.0)p	3	2	5

各栏备注：(2)M1 增速是前阶段最后一月到现阶段最后一月的增长率(年率)。1981 年，FOMC 使用的 M1 是经变动调整据后的数据(贝内特，1982 年)。(4)从前一阶段到现阶段的变动幅度。(5)劳动时间增长开始持续下降(波峰)或上升(波谷)的时间(月/年)。括号中的数据是该时点上的劳动时间增长率(年率)，该数据来自劳工统计局针对非农业、非管理岗雇员所做的调查。(6)实际利率开始持续下降(波峰)或上升(波谷)的时间(月/年)。到 1978 年的实际利率数据，等于 6 月期商业票据利率减去联储经济学家的通胀预测，之后，是减去 DRI(现环球洞察)中的通胀预测。(7)M1 拐点(第 3 栏)和劳动时间拐点(第 5 栏)的时间差。(8)劳动时间拐点(第 5 栏)和实际利率拐点(第 6 栏)的时间差。(9)M1 拐点(第 3 栏)和实际利率拐点(第 6 栏)的时间差。

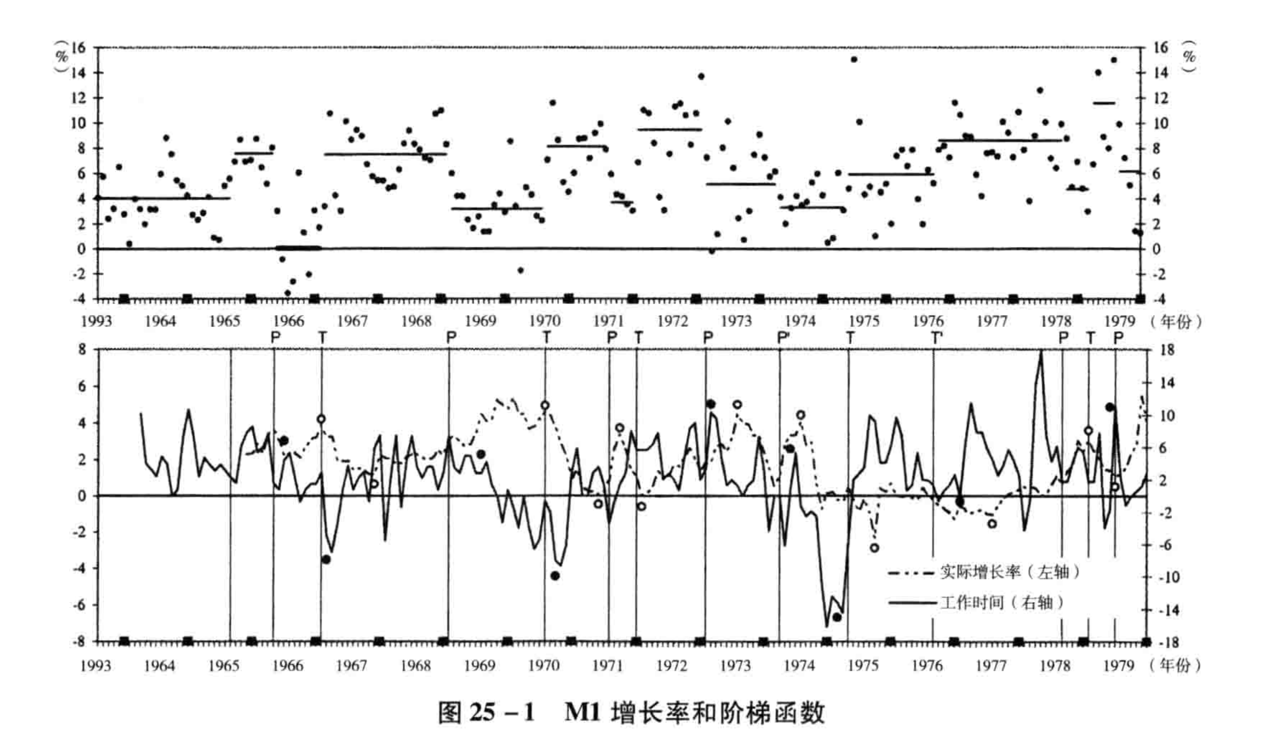


图 25－1　M1 增长率和阶梯函数

注：上图所示为两月期 M1 增长率（散点）和阶梯函数（年均增速）。下图所示为两月期劳动时间增长（数据来自劳动统计局的企业调查），和短期实际利率（商业票据利率减去通胀预测值，通胀预测数据前半部分来自美联储经济学家预测，1979 年后取自 DRI。参见第 4 章附录："实际利率序列数据"）。下图中的垂线对应着上图 M1 阶梯函数的截止的时期。P 代表阶梯值较高的时期末，T 代表阶梯值较低的时期末。黑色圆圈标记的是劳动时间拐点，空心圆圈标记的是实际利率拐点。横轴上的■代表当年的 12 月。

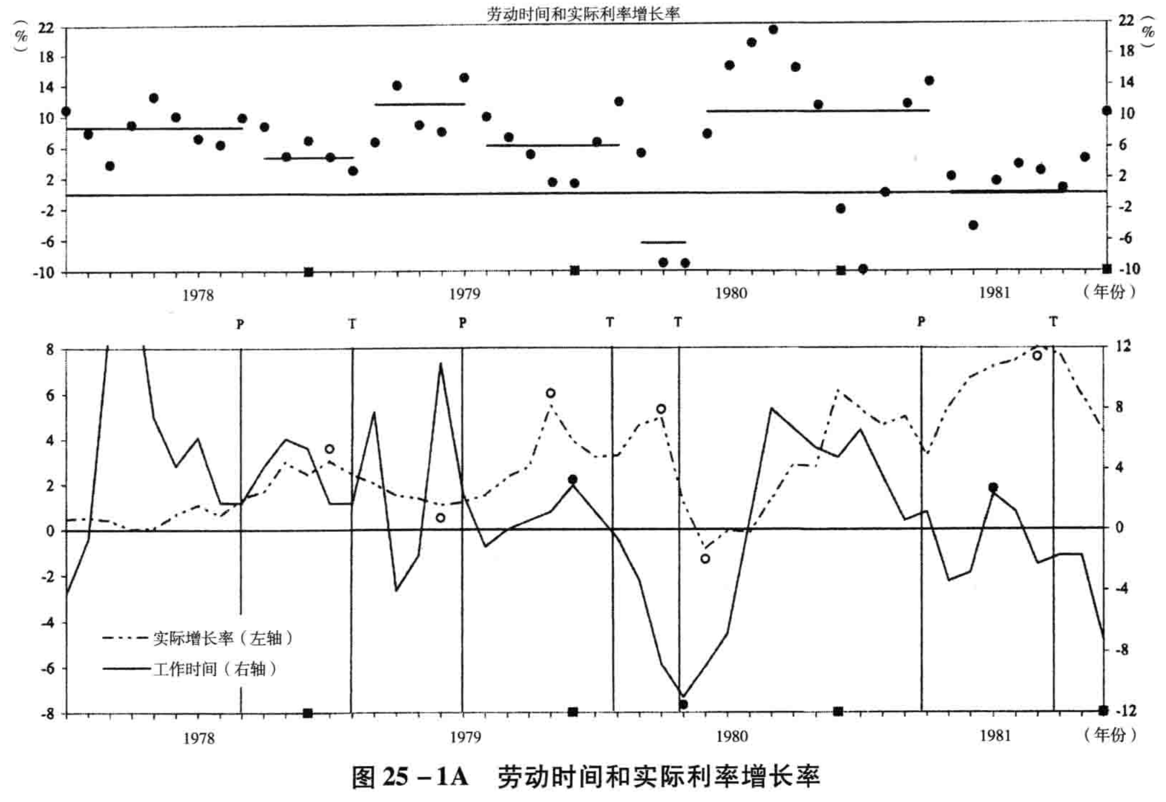


图 25－1A　劳动时间和实际利率增长率

注：1981 年的 M1 是经变动调整的数据（贝内特，1982 年）。其他参见图 25－1 的注。

从1973年初开始，M1增速分为两阶段下滑。M1阶梯值先是在1973年1月后下降了4.3个百分点，1974年3月之后，又下跌了1.9个百分点。两次下跌都在劳动时间和实际利率峰值出现之前（实际利率的峰值分别是1973年7月的4.5%和1974年7月的4.1%）。货币增速大幅下降，可以解释1973年11月开始的经济衰退。这次衰退还有一个特点，因价格管制在1974年4月取消，通货膨胀开始大幅上升，并在1974年秋进一步恶化。③

1975年之后，M1增速在两个阶段中有所上升。M1阶梯值先是在1975年4月后提高了2.7个百分点，在1976年9月后，又上升了2.7个百分点。两次上升的时间，都先于实际利率的周期低值（分别是1975年9月的-2.3%和1977年7月的-1%）。实体经济活动在1975年夏强劲反弹。1975年6月，FOMC临时调高联邦基金利率，以应对一次性退税导致的M1增速加快。然而，联邦基金利率总体走低，不过仅在1977年3月触底。FOMC一直没有持续上调联邦基金利率，直至实际利率上升了近2年。

从1970年代末期开始，货币政策方向转换更加频繁。1978年，通胀率上涨迅速，从年初4%左右大幅上升到7月的12%。同时，美元汇率也急剧贬值。作为应对，FOMC将利率从1978年1月的6.75%抬高至1978年11月的近10%。实际利率也因此从四五月几乎为零的水平，上升到了1978年12月的2.5%。M1增速从1978年1月到9月间的9%，下降到1978年10月至1979年2月期间5%以下。自1979年起，实际利率趋势持续上升，整个1980年代上半期，均值都维持在5%左右。

1979年初，美联储经济学家预测经济衰退即将发生。鉴于此，

FOMC 没有进一步提高联邦基金利率。就这样，通胀率在 1979 年再次上涨，预期通胀率也随之上升。由于联邦基金利率维持不变，通胀预期上升拉低了实际利率，到 1979 年 4 月，实际利率几乎跌至零，M1 增速的阶梯值上升了 6.9 个百分点，回到了 10% 以上。在沃尔克就任主席之后，FOMC 从 1979 年 8 月开始再次了启动加息进程。

1979 年秋，M1 增速下跌了 5.4 个百分点，实际利率在 1979 年 11 月上升到 5.4%。1980 年 3 月 15 日，美联储短暂实施信贷管制，联邦基金利率被抬高到 17.8%。随着信贷管制的实施和取消，M1 增长率和产出经历了先暴跌而后飙升的情况（图 24－1A、图 24－3A）。

在 5 月和 7 月的 FOMC 例会时，3 月期 M1 增长率已接近于零。之后，随着信贷管制取消，一个高速 M1 增长的阶段（10.5%）就此开启。7 月例会后，FOMC 将联邦基金利率下调至 9%，而实际利率则在 1980 年 6 月降到了－0.9% 的周期最低。

1980 年 12 月，FOMC 根据其既有的决策程序，将联邦基金利率推高至接近 20%，M1 增速随之大跌。到 1981 年 4 月例会时，M1 增长看起来有所恢复，但仍处于汉弗莱－霍金斯法案目标区间的底部（参见图 13－1）。1983 年 3 月，联邦基金利率跌回了 15.4%，但之后再次上升，并在 1981 年 5 月达到 20% 的峰值（参见图 24－1A）。1981 年中，与实际产出相比，联邦基金利率的变动呈现明显的黏性。尽管在 3 月例会时，工业产出增长率已经开始下降，但 FOMC 还是遵循了非借入准备金程序，提高了联邦基金利率（第 13 章）。而且，到 10 月例会前，FOMC 都没大幅调低联邦基金

利率。1981 年 7 月，FOMC 关注的 3 月期 M1 增长率下降到 -3.5% 的周期低位，到 12 月时，也只恢复到 2.8% 左右。尽管货币增长率急剧下滑，FOMC 仍将联邦基金利率维持在 18% 左右，直到夏天结束。实际利率峰值出现在 1981 年 9 月，为 8%。经济周期则在 1981 年 7 月见顶。

FOMC 为何在 1981 年不顾产出和 M1 增速疲软，执意调高联邦基金利率？通货膨胀率在 1980 年 4 月达到 19.6% 的峰值后，在当年 11 月又大幅下跌至 6.1%（参见图 24 - 2A）。但到了 1981 年春，通胀率再次上升，并在 1981 年 3 月回到 12.6% 的高位。与此同时，债券利率也大幅上扬。前文曾提到，沃尔克 - 格林斯潘时期的美联储，对高度关注金融市场的通胀心理（第 13 章）。沃尔克害怕通胀预期的上升会扩散到工资制定，进而推高控制通胀的成本（林德赛等，2005 年）。出于这一考虑，沃尔克试图通过对非借入准备金的调控来抬高联邦基金利率，防止通胀预期重燃。直到 1982 年 6 月，FOMC 才确认通胀预期已消退到可以显著放松货币政策的程度。

二 流动性效应

在“扩张 - 紧缩交替”期，货币增长和实际利率之间存在负相关关系。图 25 - 1 描述了货币增长和实际利率的变动情况。[④]上图标出的是 M1 阶梯函数（图中的散点是每月的 M1 增长率），下图中的垂线对应着每个阶梯函数的截止时期，P 代表阶梯值较高阶段的截止时期，T 代表阶梯值较低阶段的截止时期。下图是实际利率的月度值，在 1978 年之前，等于商业票据利率减去绿皮书的通胀预测，

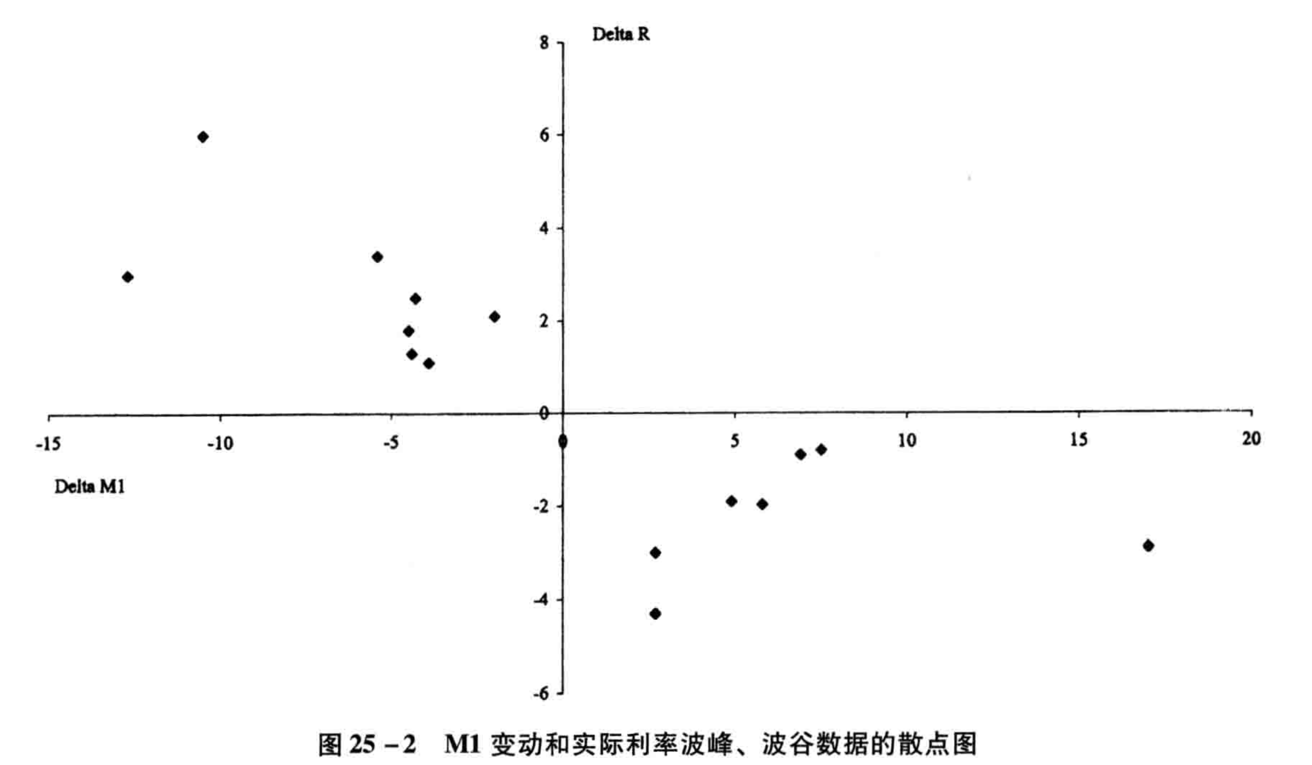


图 25－2　M1 变动和实际利率波峰、波谷数据的散点图

注：M1 阶梯函数值（图 25－1、图 25－1A 和表 25－1 第 4 栏）和实际利率峰值/谷值（图 25－1、图 25－1A 和表 25－1 的第 6 栏）减去 2 后的配对计算结果。

之后是减去 DRI（环球洞察）中的预测值。[⑤]下图还列出了劳动时间增长率的月度变化情况。圆圈标记的是上述数据的拐点。[⑥]

M1 阶梯函数值的下降先于实际利率的峰值。同样，M1 阶梯函数值的上升，也先于实际利率的底部（从图 25 - 1 可以看到，标记为 P 和 T 的垂线都在代表实际利率拐点的空心圆圈之前）。表 25 - 1 反映了 M1 阶梯函数值（第 4 栏）与实际利率拐点（第 6 栏）存在的反向变化关系。如第 3 行所示，在 1969 年 1 月后，M1 阶梯函数值下降 4.3 个百分点，之后，实际利率在 1970 年 7 月达到 4.5% 的峰值，比 1965 年 11 月至 1981 年 12 月期间的均值高了 2.5 个百分点。

我们计算出的 M1 增速变化与实际利率拐点的相关系数为 -0.8。图 25 - 2 画出了 M1 阶梯值变动和实际利率对均值（表 25 - 1 第 6 栏的值减去 2）的偏离情况。与流动性效应相一致，数据都落入第二象限（在 M1 下降和实际利率上升之前）和第四象限（在 M1 上升和实际利率下降之前）。

通过本章的简要描述，货币冲击和非中性可以解释表 25 - 1 显示的从货币到劳动时间、再到实际利率拐点的时间顺序。在实施紧缩政策抑制通胀时，FOMC 事实上是通过压低货币增长来提高名义和实际利率水平。货币增速减缓导致实际利率上升，经济活动下行，并最终会降低通货膨胀水平。[⑦]

第二十六章　一个世纪的货币政策实践

在美联储成立后的65年中，大部分时间都是通货紧缩和通货膨胀的交替往复。货币不稳定，引发了实体经济的不稳定。与之相反，从沃尔克的反通胀实验开始，低水平且稳定的通胀成了常态，实体经济运行的稳定性也大为提高。要想理解上述演变的实质，需要对货币理论和政策的发展有深入了解。货币政策发展反映的是，美联储随时间推移愈发重视实际和预期通胀的稳定。而货币理论的发展，则是认为实际和预期通胀都是货币现象，决定于中央银行系统性的政策模式。此外，在没有中央银行干预的情况下，价格体系运转良好，维持了宏观经济的均衡。

在美联储一个世纪的实践中，有三个重要的启示：①通货膨胀本质上是一种货币现象，其变化趋势取决于中央银行的行为；②央行的政策可信度（以预期通胀稳定为标志）是稳定通货膨胀的核心；③中央银行应该允许价格体系发挥其应有的作用。这些启示为理解沃尔克－格林斯潘时期的“准规则”政策提供了基础。在这个

时期，“准规则”式的政策模式对逆风而行的利率调整形成了约束，从而使宏观冲击不致改变实际和预期的通胀水平。

一　名义锚的失去和重建

在美联储的创始者们看来，价格水平是由市场决定的。这并非因为他们充分理解金本位制度的实质，而只是认为其理所当然而已。他们并不明白，在市场力量锚定价格水平的情况下，创造纸黄金（基础货币）能力完全取决于金本位规则。新生的美联储首先遇到的挑战，就是抑制可能导致金融崩溃和经济紧缩的投机行为。为此，美联储在贴现窗口借款操作上严格遵循“真实票据原则”，借此将信贷限制于生产性用途，并防范过度投机和经济泡沫的形成。在伊寇斯大楼（译者注：美联储两座主楼之一，以第七任主席马瑞纳·伊寇斯命名）的大厅里，有一座卡特·格拉斯的雕像，上有题词称美联储的任务是防止金融“堕落”。多少有点讽刺的是，美联储认为大萧条是上述担忧（即金融“堕落”）变成了现实，而非其自身政策不当所造成的结果。

1933 年 3 月，在拒绝调整资产组合规模之后，美联储将货币政策控制权拱手让与财政部。1936 年至 1937 年，美联储重启 20 年代曾使用的自由准备金操作模式，重新夺回了货币政策的主导权。在这种操作模式下，美联储大幅调高法定准备金要求，冻结了银行绝大部分的超额准备，以此迫使银行回到贴现窗口寻求所需资金。这样一来，美联储就可以通过调整贴现率，来间接撬动市场利率。随着经济强劲复苏的终止，美联储再次退居到次要位置。二战期间实行了利率钉住政策，并一直持续到 1951 年 3 月，这使美联储基本

丧失了独立的货币政策能力。

在1953年的经济衰退中，马丁启用了逆风而行的政策模式，建起了现代意义上的中央银行。在逆风而行的模式下，美联储开始根据宏观经济状况（而不是资产价格）来调整货币市场利率（以自由准备金为手段）。和真实票据理念相似，马丁同样重视市场预期。但不同于真实票据理念的是，马丁把债券市场的投机心理当作物价上涨（而非不可持续的资产价格泡沫）的信号。在马丁看来，在经济复苏初期就提高货币市场利率，美联储可以有效地控制通胀预期。

艾森豪威尔反对政府干预市场，拒绝采用工资和价格管制手段。这为马丁提供了一个实验的机会，去探索一种同时能稳定经济活动和价格的货币政策模式。不过，和财政部的观点相同，马丁也认为1959年的黄金外流是因为市场对美元缺乏信心，并因此在1959年通过加息来紧缩货币政策。这样，在紧随1957年衰退之后，1960年再次出现了经济衰退，意外创造了一个预期价格稳定的环境。

在肯尼迪执政时期，美联储、财政部和白宫都很关注美元价值的稳定。马丁领导的美联储和狄龙领导的财政部联手行动，为政府捍卫黄金美元价格的承诺赢得了可信度。1964年11月，由黄金和美元可兑换性所提供的名义锚宣告终结。政府对美联储为应对资金流出而调高贴现率的决定大为不满，转而开始用资本管制来对付资金外流问题。

在1965年12月提高贴现率后，约翰逊总统电召马丁到他的农场。民主党任命的理事，使美联储内部的分歧日益严重，也让马丁

进退维谷。在1966年一次短暂的紧缩尝试后，马丁转而威胁加息来推动国会提高税收。马丁认为，终止由“大炮和黄油”政策导致的财政赤字，可以大大削减信贷需求所需要的加息幅度。事实证明，马丁的判断并不正确。货币增速和通胀水平同时上升。1969年，马丁启动了新一轮货币紧缩，但由于任期截止到1970年1月，他已经没有足够时间来恢复价格稳定。马丁留给美联储的是第一个“扩张-收缩”交替周期。

伯恩斯1970年就任FOMC主席时，高失业率（超过4%）与高通胀同时存在，这让他坚信是因为工资推动导致了通货膨胀。基于这个判断，伯恩斯认为，在抑制通货膨胀方面，价格管制比货币政策更为有效。尽管伯恩斯同样重视市场预期，但他认为货币政策并不能产生什么影响，是工会的斗争决定了商人们的预期。这种情况下，借助收入政策来消除商人对工资上涨的担忧，美联储可以在降低通胀的同时推动企业投资增长。不过，在福特政府时期，由于无法启用价格管制手段，伯恩斯只能依靠货币政策去控制通胀。

虽然不是凯恩斯主义者，但伯恩斯的一些观点与凯恩斯主义不谋而合。凯恩斯主义者认为，由于价格体系失灵，总需求会长期低于实现充分就业所需要的水平。此外，他们还认为，通货膨胀根源于非货币因素。当失业率超过充分就业水平（即4%）时，货币政策应进行适度的刺激。高失业率意味着有资源闲置，刺激性的货币政策可以在不抬高通胀的情况下，提高资源利用率。资源闲置状态下出现的通货膨胀，只能产生于成本上升的推动，要想控制这种通胀，而不付出更高失业率的代价，只能诉诸收入政策（政府对工资和价格制定进行干预）。

在卡特政府时期，凯恩斯主义对货币政策的影响力达到顶峰。种类繁多的各种收入政策不断发展，这也印证了当时的一个主流观点，即货币政策的首要目标应该是低且稳定的失业率（而不是价格稳定）。由于没有稳定某个名义变量的强制性约束，货币政策完全可以相机抉择。从 1978 年底开始，油价上涨制造了一轮通胀冲击。1979 年春，美联储经济学家预测经济衰退即将到来，有鉴于此，当时的 FOMC 主席米勒遵从其前任的政策逻辑，维持联邦基金利率不变，容忍了因油价引发的物价飙升。

不过，FOMC 反复允许通胀目标上浮的相机决策，最终使通胀预期脱离了控制。随着通胀水平在 1979 年飙升，金融市场残存的通胀稳定预期彻底消失不见。也正因此，沃尔克和后来的格林斯潘，都将重建对通胀预期稳定作为政策的优先目标。世界范围内，在收入政策的尝试屡遭失败后，各国政府开始转向中央银行求助。玛格丽特·撒切尔（1993 年，第 33 页），在 1979 年 4 月如此写道，表达了一种新的共识："对于那些干预主义手段（如价格委员会、政府施压以及补贴，等等），需要来一次彻底的变革。我们对这些手段已不抱任何幻想……通货膨胀是一种货币现象……需要用货币纪律来控制。"

开始时，中央银行尝试使用货币供给目标。沃尔克（1980 年 1 月 2 日，第 3 页）在国家新闻俱乐部演讲时称："我们的政策……建立于一个简单的前提……一个被记述了几百年的经验，即通胀过程在根本上与货币、信贷的过度增长有关……让货币、信贷保持一段时间的温和、非通胀性地增长，绝对是解决……通胀问题的必要前提。"

在重新锚定被“扩张－紧缩”交替所破坏的通胀预期的各种努力中，美联储最后建立起了沃尔克－格林斯潘时期的货币本位。为获得可信度，沃尔克对降低货币增速做出了明确的承诺。但后来的经历证明，对于稳定实体经济而言，货币供给量并不是政策调整（借入准备金，一度是联邦基金利率）一个合适的中介目标。沃尔克于是将债券利率作为通胀预期变化的参考，并致力于扭转债券利率的急剧上升。正是参考这个指标，沃尔克果断处理了1983～1984年的通胀恐慌，后来，格林斯潘在1994年通胀恐慌期间，也采取了同样的做法。

早在1978年，沃尔克（1978年，第58、61页）就曾写道：

> 利率对货币供给增加的反应……看起来有点变得不合常理……公众对通胀继续上升的预期，可能会抵消或降低流动性增加的效果……在更广范围认识总需求管理在实现充分就业方面的局限，特别是认识到预期对通胀威胁极其敏感的实施，为政策制定提供了更现实的基础。

1979年时，当时还担任纽约联储主席的沃尔克，就高度关注通胀预期的波动。在1979年2月6日的FOMC例会上，沃尔克（美联储理事会，会议纪要，1979年2月6日，第10页）评论道：“除（实际）通货膨胀外，经济所面临的最大风险，是人们有了价格失控的感受。”在专门召开的1979年10月6日的会议上，沃尔克（美联储理事会，会议纪要，1979年10月6日，第6页）指出：“我们正对付的不是一个稳定的……预期状况……在与通胀的斗争中，我们正节节败退。就预期而言，我们已然溃败，而且，这必将

反映为金融市场的剧烈波动。”

1979 年初，为防止油价冲击引发衰退的一次尝试成为了最后的转折点。这次冲击中，严重恶化的通胀预期完全抵消了货币政策扩张的影响。对此，沃尔克（美国国会，1980 年 2 月 19 日，第 3 页）进行了总结：“在短期内，货币刺激很可能偏离其应该的方向……绝不是随着时间推移，促进经济更快的增长，而是进一步恶化通胀过程和通胀心理，并最终导致更大的不稳定和更高的失业水平。”

要想在名义预期稳定的基础上建立新的货币本位，需要中央银行通过遵循货币规则来持续引导预期。FOMC 必须通过应对通胀恐慌来树立政策可信度，即在经济复苏之初就提高利率，而在经济衰退时，以软着陆策略小幅调低利率，以确保债券利率下行（也即通胀预期下行）。FOMC 必须把通胀预期稳定（而不是维持实际增长）放在政策目标的首位。

“扩张 - 收缩”交替的货币政策与名义预期稳定曾一度并行，改变了当时的经济思想环境。在将低且稳定的失业率作为政策目标的情况下，萨缪尔森和索洛（1960 年）对积极货币政策的核心问题进行了界定，即需要用多高的通胀率作为成本来实现这个目标（即低且稳定的失业率）呢？对这个问题，菲利普斯曲线似乎提供了答案。肯尼迪政府将 4% 失业率作为国家目标，约翰逊政府拒绝用货币政策解决国际收支失衡，这些重大决定，都暗含了上述成本权衡。

到后来，弗里德曼（1977 年）和卢卡斯（1972 年）将这个问题斥为伪问题。在他们看来，菲利普斯曲线经不起“推敲”。政策

制定者无法用高通胀率来“购买”低失业。1970 年代的滞涨出现后，高通胀率将伴随低失业的预言彻底失效。与此同样重要的是，凯恩斯主义认为滞胀根源于成本推动，并借此开出价格管制处方，也遭遇了彻底的失败。凯恩斯主义失去了主导地位，新理论就此登上舞台。

在后来被称为自然失业率的模型中，莫迪利亚尼和帕帕迪莫斯（1957 年）将萨缪尔森 - 索洛问题重新界定为：需要多大的通胀波动才能实现失业率的较低波动？而随着沃尔克接替米勒成为美联储主席，低且稳定的通胀水平取代了失业率，成为货币政策的首要目标。这个目标转换，把莫迪利亚尼 - 帕帕迪英斯的问题倒置成了：需要多大的失业率波动才能实现价格稳定？与 1970 年代的滞胀经历一样，沃尔克 - 格林斯潘实验的结果也充满了戏剧性。在通胀率波动性下降的同时，失业率波动反倒在下降而不是上升。经济学家们就此开始接受现代宏观经济学基于规则的政策处方（基德兰德和普雷斯科特，1977 年；卢卡斯，1976 年、1980 年）。不过，美联储至今仍未过渡到用规则语言（而不是相机抉择预言）来进行政策沟通。

二　相机抉择实验

因为无法确知政策制定者用以把握经济状况的合成数据信息，货币政策通常都被认为难以捉摸。破译货币政策的罗塞塔石碑（译者注：Rosetta Stone，是解读埃及象形文字的重要历史文物）是，政策制定者对通胀控制政策可信度的重视程度。在金本位制度下，货币与黄金按固定名义价格的可兑换性，对可信度至关重要。

而现代货币体系最大的特点是相机抉择。不过，除战争时期外，相机抉择模式曾有两次中断，分别被“真实票据原则”和“扩展－紧缩”交替所取代。在“真实票据原则”时期，政策制定者很重视市场预期，但其关注的是资产价格不可持续的上涨所反映的投机心理。政策制定者希望通过将信贷从金融市场引导到短期商业借贷，来抑制这种预期。这种努力在实践中难以奏效，美联储只好定期采用紧缩政策，并导致通货紧缩的结果。在“扩张－紧缩”交替时期，尽管政策制定者同样关心预期，但他们希望用收入政策来加以控制，由此可以让货币政策专注于降低失业率。

马丁（在未受约翰逊的民粹主义政治限制时）、沃尔克和格林斯潘，将名义预期稳定作为美联储政策的核心。对于沃尔克和格林斯潘而言，政策可信度不仅意味着低通胀预期，还意味着通胀预期的趋势不受相对价格（通胀）冲击和增长冲击（实际增长超过趋势值）的影响。在沃尔克－格林斯潘时代，相机抉择让位给了“准规则”的政策模式。

三　新货币政策的制度化

通过一以贯之的政策，FOMC 最终驯服了通货膨胀。这种政策模式是，只要实际产出增长超过趋势值，便持续、可测度地提高联邦基金利率水平。产出增长超过趋势值，通常会先反映在资源利用效率的持续变化上。“可测度”指每次调整 0.25 个百分点，但如果通胀预期涨幅超出 FOMC 的隐含目标，上调幅度有可能加大。上述政策在获得可信度后，市场会以稳定的方式来推测联邦基金利率的变动。政策可信度的关键，在于市场相信，在宏观经济冲击下，

FOMC 为保持通胀率趋势不变，会将利率调整到任何必要的水平。

在实际增长超过趋势值的情况下，远期实际利率上升。市场将调整收益曲线，使之达到能让实际增长回归趋势值的水平。一般而言，实际利率可能过低或是过高，但会根据新信息不断调整，并推动实际产出增长率向趋势值移动。“扩张－紧缩”交替时的情况则相反，FOMC 将联邦基金利率长期保持在过低或过高水平，以进行货币刺激或紧缩（使实际增长高于趋势值或低于趋势值）。而现在，一旦认为产出增长不可持续地快或慢，FOMC 就会变动联邦基金利率，并由市场决定收益率曲线的调整，确保货币政策保持中性。

要将沃尔克－格林斯潘的货币政策制度化，应从引入公开的通胀目标开始。当然，要使之可行，有很多工作要做。首先，美联储必须承担反通胀的职责，并将其作为一个制度来坚持。之前的经历中，美联储能坚持反通胀，部分是因为运气，遇到了一位痛恨通胀的总统，罗纳德·里根。类似的好运也出现在 1984 年和 1994 年，FOMC 为抑制通胀预期上升，大幅提高了联邦基金利率，而当时通胀率正在下跌。FOMC 加息的目的是为了控制预期通胀的上升而非实际发生的通胀。幸运的是，这两次紧缩并未导致衰退，在经历了轻微的放缓后，实际增长开始强劲反弹。沃尔克和格林斯潘的实践表明，美联储可以通过提高联邦基金利率，来获得独立对抗通胀的工具，而不必对通胀成因给出现成的解释。

要实行通胀目标，还需要改变由沃尔克反通胀政策产生的思想环境。在 20 世纪 70 年代，人们普遍认为，通货膨胀根源于强大的非货币因素。但 70 年代高货币增长率和高通胀同时出现，削弱了这个观点，而到 1983 年之后，低通胀和低失业率同时出现，更是

彻底摧毁了这一共识。通过树立反通胀政策的可信度，中央银行可以在降低通胀的同时不会导致持久的高失业，这种观点在 1970 年代看来就像是天方夜谭。但事实上，美联储不仅降低了通胀率，还将其维持在较低水平且没有引发高失业率，这一结果，促成了人们观念上的转变。

没有用政策规则来表述其政策，使美联储始终面临着一个两难境地。的确，目标和战略上有意的模糊，可以让美联储免于许多政治上的攻击。但是，在宪政民主制度中，一个机构获得支持的根源，在于公众对它的广泛认知。明确、公开的通胀目标，并辅之以清晰的实施战略，可以强化公众对美联储的理解和对其独立性的支持。

附录：图 24－1、图 24－2 和图 24－3 所使用的“扩张－紧缩”交替期数据

		FOMC 例会日期	M1 3 月期%	M1 阶梯函数值	工业产出增长 3 月期%	联邦基金利率目标	实际利率	失业率	CPI 3 月期%
	1963	30-Jul	2. 44	3. 59	12. 77	3. 49		5. 7	1. 52
		20-Aug	3. 53	3. 59	13. 71	3. 49		5. 6	1. 52
		10-Sep	2. 98	3. 59	13. 71	3. 48		5. 5	3. 43
		22-oct	2. 97	3. 59	-0. 32	3. 49		5. 6	3. 43
		12-Nov	3. 5	3. 59	-0. 32	3. 33		5. 5	1. 89
		3-Dec	7. 37	3. 59	3. 87	3. 48		5. 9	0. 37
	1964	28-Jan	6. 24	3. 59	4. 86	3. 5		5. 5	0. 37
		11-Feb	7. 29	3. 59	4. 86	3. 44		5. 6	1. 88
		24-Mar	3. 17	3. 59	2. 87	3. 48		5. 4	1. 88
		14-Apr	3. 43	3. 59	2. 87	3. 48		5. 4	0. 75
		26-May	1. 82	3. 59	5. 77	3. 5		5. 4	0. 37
		16-Jun	1. 83	3. 59	7. 72	3. 44		5. 1	0. 37
		7-Jul	3. 42	3. 59	7. 72	3. 5		5. 3	0. 75
		1 8-Aug	5. 27	3. 59	6. 92	3. 46		4. 9	1. 12
		29-Sep	6. 9	3. 59	6. 87	3. 3		5. 1	1. 87
		20-Oct	6. 31	3. 59	7. 18	3. 48		5. 2	1. 49
		10-Nov	4. 94	3. 59	-3. 56	3. 7		5. 2	1. 49
Cycl 1		15-Dec	4. 13	3. 59	3. 33	4		5	0. 74
	1965	12-Jan	3. 59	3. 59	3. 33	3. 86		4. 9	1. 86
		2-Feb	3. 58	3. 59	9. 26	4. 02		5	1. 48
		2-Mar	0	3. 59	21. 34	4. 09		5	1. 48
		13-Apr	1. 01	3. 59	11. 74	4. 08		4. 7	0. 74
Phase 1		11-May	1. 76	3. 59	7. 16	4. 12		4. 9	0. 74
		15-Jun	0. 76	3. 59	6. 48	4. 04		4. 6	1. 48
		13-Jul	3. 8	3. 59	6. 48	4. 1		4. 7	2. 6
		10-Aug	3. 78	3. 59	4. 05	4. 02		4. 5	4. 1
		28-Sep	1	3. 59	8. 15	4. 11		4. 5	3. 33
		12-Oct	6. 35	6. 37	8. 15	4. 08		4. 4	1. 47
		2-Nov	7. 37	6. 37	0. 28	4. 1	2. 27	4. 3	1. 47

续　表

		FOMC 例会日期	M1 3月期%	M1 阶梯函数值	工业产出增长 3月期%	联邦基金利率目标	实际利率	失业率	CPI 3月期%
		14-Dec	7. 33	6. 37	-1. 65	4. 57	2. 34	4. 2	0. 73
	1966	11-Jan	7. 5	6. 37	2. 8	4. 4	2. 82	4. 2	2. 2
		8-Feb	6. 97	6. 37	14. 07	4. 63	2. 32	4	2. 94
Phase 1a		1-Mar	6. 73	6. 37	13. 9	4. 71	3. 38	3. 7	2. 94
		12-Apr	4. 57	6. 37	14. 08	4. 69	3. 59	3. 8	3. 67
		10. May	6. 4	6. 37	11. 79	5. 08	3. 07	3. 7	3. 65
		7-Jun	4. 1	6. 37P (1)	8. 8	5. 24	2. 16	4	5. 52
		26-Jul	-2. 07	-1. 02	6. 41	5. 61	2. 36	4	3. 25
		23-Aug	-3. 47	-1. 02	9. 98	5. 68	2. 38	3. 9	2. 87
Phase 2		13-Sep	-0. 9	-1. 02	9. 98P (1)	5. 22	2. 1	3. 9	2. 87
		4-Oct	-1. 37	-1. 02	8. 23	5. 62P (1)	2. 67	3. 9	4. 33
Cycle 2		1-Nov	0. 75	-1. 02	4. 42	5. 48	3. 1	3. 9	4. 32
		13-Dec	-0. 9	-1. 02	3. 61	5. 34	3. 23	3. 7	4. 30P (1)
	1967	10-Jan	-0. 43	-1. 02	0. 76	4. 79	3. 84P (1)	3. 8	2. 84
		7-Feb	0. 27	-1. 02T (2)	2. 56	4. 94	3. 24	3. 8	2. 12
		7-Mar	3. 33	6. 54	-2. 49	4. 51	3. 25	3. 7	0. 7
		4-Apr	5. 43	6. 54	-6. 64	3. 95	1. 95	3. 7	0. 7
Phase 1		2-May	5. 9	6. 54	-6. 38T (2)	3. 97	1. 9	3. 7	1. 05
		20-Jun	8. 63	6. 54	-2. 28	3. 83	1. 89	3. 8	2. 11
		18-Jul	7. 37	6. 54	-3. 03	3. 94	1. 48	4	2. 82
		15-Aug	11. 93	6. 54 0	3. 89	1. 5	3. 9	3. 52	
		12-Sep	10. 47	6. 54	0	3. 92	1. 45	3. 8	4. 23
		3-Oct	6. 33	6. 54	6. 31	4. 06	1. 19	4. 1	4. 57
		14-Nov	5. 17	6. 54	-1. 02	4. 02T (2)	1. 18T	(423)	3. 85
		12-Dec	4. 9	6. 54	-1. 02	4. 57	2. 24	4. 3	3. 48
	1968	9-Jan	5. 1	6. 54	2. 3	4. 66	2. 08	3. 9	3. 12T (2)
		6-Feb	5. 3	6. 54	12. 82	4. 73	2. 04	3. 7	3. 81
		5-Mar	3. 97	6. 54	11. 42	5. 6	1. 73	3. 7	3. 81

续 表

		FOMC 例会日期	M1 3 月期%	M1 阶梯函数值	工业产出增长 3 月期%	联邦基金利率目标	实际利率	失业率	CPI 3 月期%
		30-Apr	9. 45	6. 54	0. 25	6. 12	1. 81	3. 6	4. 47
		28-May	4. 8	6. 54	3. 77	6. 1	2. 1	3. 5	4. 46
Phase 1a		18-Jun	7. 4	6. 54	4. 26	5. 99	2. 29	3. 5	4. 46
		16-Jul	8. 43	6. 54	3. 48	6. 09	2. 28	3. 8	4. 44
		13-Aug	10. 73	6. 54	3. 48	5. 86	2. 14	3. 7	4. 77
		10-Sep	8. 77	6. 54	7. 07	5. 85	1. 98	3. 7	5. 45
		8-Oct	3. 87	6. 54	-0. 49	5. 81	2. 09	3. 6	5. 43
		26-Nov	3. 4	6. 54	-1. 44	5. 85	2. 49	3. 6	4. 37
		17-Dec	3. 6	6. 54	6. 98	6. 25	2. 25	3. 3	4. 69
	1969	14-Jan	7. 33	6. 54	6. 98	6. 35	3. 1	3. 3	5. 01
		4-Feb	7. 53	6. 54	9. 53	6. 68	3. 27	3. 3	5
		4-Mar	4. 37	6. 54P (2)	8. 45	7. 13	2. 96	3. 3	3. 96
		1-Apr	1. 87	1. 97	4. 86	8. 59	2. 71	3. 4	3. 95
		27-May	4. 1	1. 97	5. 8	8. 8	2. 85	3. 5	7. 62
		24-Jun	3. 07	1. 97	6. 5	9. 1	3. 43	3. 5	7. 25
		15-Jul	2. 87	1. 97	5. 96	8. 83	4. 41	3. 4	7. 25
Phase 2		12-Aug	0. 2	1. 97	5. 96	8. 94	4. 12	3. 6	6. 52
		9-Sep	1. 87	1. 97	8. 41P (2)	9. 14	4. 19	3. 5	5. 82
		7-Oct	1. 6	1. 97	4. 24	8. 88	5. 23	4	6. 13
		25-Nov	0. 4	1. 97	-2. 95	8. 93	4. 96	3. 9	5. 09
		16-Dec	1. 4	1. 97	-7. 14	8. 83	4. 79	3. 4	5. 09
	1970	15-Jan	1. 2	1. 97	-6. 72	9. 18P (2)	5. 34P (2)	3. 4T (2)	5. 71
Cycle 3		10-Feb	4. 2	1. 97	-6. 72	8. 46	4. 47	3. 9	6. 33
		10-Mar	0. 43	1. 97	-7. 19	7. 72	4. 45	4. 2	6. 31
		7-Apr	3. 23	1. 97T (3)	-4. 59	8. 08	3. 66	4. 2	6. 27
		5-May	5. 2	6. 25	-2. 09	7. 73	3. 83	4. 8	5. 92
		23-Jun	9. 33	6. 25	-3. 47	7. 33	4. 19	5	6. 49P (2)
		21-Jul	4. 33	6. 25	-5. 72	6. 82	4. 53	4. 7	6. 14
Phase 1		18-Aug	1. 93	6. 25	-2. 33	6. 48	4. 37	5	6. 14
		15-Sep	4. 5	6. 25	0	6. 13	3. 7	5. 1	5. 17
		20-Oct	5. 27	6. 25	-6. 47	5. 92	2. 83	5. 5	4. 23

续　表

		FOMC 例会日期	M1 3月期%	M1 阶梯函数值	工业产出增长 3月期%	联邦基金利率目标	实际利率	失业率	CPI 3月期%
		17-Nov	3.53	6.25	-15.34	5	2.18	5.6	4.21
		15-Dec	3.77	6.25	-16.42	5	0.96	5.8	5.11
	1971	12-lan	3.53	6.25	-16.42T (3)	4.25	1.41	6	5.4
		9-Feb	3.37	6.25	-4.51	3.75	0.52	6	5.68
		9-Mar	3.37	6.25	7.08	3.5	0.26	5.8	3.78
		6-Apt	7.1	6.25	8.43	3.75	0.22	6	3.07
		11-May	8.9	6.25	1.96	4.5	0.08	6.1	2.37
		8-Jun	11.8	6.25	0.97	4.875	0.26	6.2	3.4
		27-Jul	11.2	6.25	5.93	5.625	0.81	5.6	5.8
		24-Aug	11.63	6.25	-0.75	5.625	2.62	5.8	4.4
		21-SeP	7.47	6.25	-6.92	5.5	3.32	6.1	4.4
		19-Oct	3	0.7	-6.9	5.25	2.59	6	4.72
		16-Nov	-1.23	0.7	0.76	4.75	1.42	5.8	3
		14-Dec	-0.37	0.7	0.76	4.3125	1.05	6	2.65
	1972	11-fan	0	0.7	6.62	3.625	0.03T (3)	6.1	1.65
		15-Feb	2.1	0.7	5.76	3.25T (3)	0.14	5.9	2.98
Phase 1a		21-Mar	6.47	7.33	7.69	3.875	0.49	5.7	2.64
		17-Apt	9.43	7.33	7.64	4.25	1.31	5.9	3.97
		23-May	11	7.33	9.55	4.25	0.92	5.9	3.62
		19-1un	7.8	7.33	8.29	4.5	1.05	5.9P (3)	3.62
		18-lul	5.1	7.33	6.65	4.625	1.66	5.5	2.94
		15-Aug	7.7	7.33	2.87	4.75	1.63	5.5	2.61
		19-Sep	8.3	7.33	3.94	5	2.09	5.6	3.26
		17-oct	8.4	7.33	6.5	5	2.57	5.5	2.92
		21. Nov	5.2	7.33	10.2	5	2.1	5.5	3.9
		19-Dec	5	7.33	12.74	5.5	1.44	5.2	3.55
	1973	16-Jan	8.4	7.33	11.49	5.8125	1.75	5.2	3.87
		13-Feb	6.2	7.33	11.49	6.375	1.84	5	3.21T (3)
		20-Mar	6.3	7.33P (3)	7.99	6.75	2.73	5.1	4.17
		17-ADr	1.7	5.59	8.66	7	2.79	5	6.45
		15-Mrdv	4.1	5.59	10.75	7.5	2.46	5	8.42

续　表

		FOMC 例会日期	M1 3 月期%	M1 阶梯函数值	工业产出增长 3 月期%	联邦基金利率目标	实际利率	失业率	CPI 3 月期%
		19-Jun	5. 9	5. 59	7. 82	8. 5	3. 16	5	9. 73
		17-Jul	10. 2	5. 59	6. 38	9. 75	4. 46	4. 8	9. 33
		21-Aug	9. 9	5. 59	7. 28	10. 5	4. 01	4. 7	7. 6
		18-Sep	5. 2	5. 59	4. 56	10. 75	3. 94	4. 8	5. 62
		16-Oct	-0. 2	5. 59	5. 86P (3)	10	3. 33	4. 8	11. 41
Phase 2		20-NOV	0. 2	5. 59	3. 52	10. 25	3. 37	4. 5T (3)	9. 7
	1974	18-Dec	4. 2	5. 59	2. 23	9. 75	2. 43	4. 7	12. 28
		22-1a13	7. 9	5. 59	-0. 63	9. 75	1. 51	4. 9	8. 84
		20-Feb	4. 7	5. 59	-4. 03	9	0. 55	5. 2	8. 84
		19. Mar	5. 5	5. 59	-8. 21	9. 75	1. 08	5. 2	10. 02
		16-Apr	6. 5	5. 59	-7. 97	10. 375	2. 87	5. 1	12. 46
		21-May	10. 5	5. 59	-2. 21	11. 25	3. 32	5	12. 89
		18-Jun	8. 3	5. 59	2. 59	11. 625	3. 36	5. 2	12. 89
		16-Jul	6. 7	5. 59	2. 59	13P (3)	4. 05P (3)	5. 2	11. 8
Cycle 4		20-Aug	4. 5	5. 59	2. 59	12. 25	2. 78	5. 3	11. 36
		10-Sep	4. 8	5. 59	2. 59P (3)	11. 25	2. 92	5. 4	11. 88
		15-Oct	1. 6	2. 41	-1. 58	9. 75	0. 65	5. 8	12. 65
		19-Nov	2. 6	2. 41	-1. 9	9. 5	-0. 71	6	13. 71
		17-Dec	3. 7	2. 41	-9. 84	8. 25	0. 13	6. 5	13. 89P (3)
	1975	21-Jan	4	2. 41	-21. 3	7	0. 2	7. 1	12. 56
		19-Feb	-0. 3	2. 41	-31. 11	5. 75	-0. 2	8. 2	10. 12
		18-May	1. 5	2. 41	-32. 53	5. 5	-0. 33	8. 2	9. 19
		15-Apr	3. 8	2. 41T (4)	-32. 53T (4)	5. 5	0. 39	8. 7	8. 28
		20-May	8. 4	5. 49	-14. 29	5. 25	-0. 17	8. 9	6. 59
		17-Jun	9	5. 49	-7	5. 25	-0. 87	9. 2P (4)	6. 83
		15-Jul	11	5. 49	0	6	-0. 18	8. 6	5. 45
		19-Aug	9. 9	5. 49	3. 32	6. 1875	-0. 91	8. 4	7. 02
Phase 1		16. Sep	7. 9	5. 49	10. 57	6. 375	-2. 32	8. 4	9. 93
	1976	21-oct	2. 2	5. 49	19. 67	5. 625	0. 41	8. 3	8. 55
		18-Nov	0. 5	5. 49	16. 23	5. 25	0. 24	8. 6	7. 16

续　表

		FOMC 例会日期	M1 3 月期%	M1 阶梯函数值	工业产出增长 3 月期%	联邦基金利率目标	实际利率	失业率	CPI 3 月期%
		16-Dec	3. 9	5. 49	9. 42	5. 25	0. 65	8. 3	5. 28
		20-Jan	2. 2	5. 49	8. 16	4. 75	0. 05	8. 3	7. 06
		18-Feb	2. 9	5. 49	9. 21	4. 75	-0. 06	7. 8	7. 02
		16-Mar	1. 6	5. 49	8. 42	4. 75	0. 01	7. 6	6. 22
		20-Apr	2. 9	5. 49	8. 72	4. 875	-0. 09	7. 5	4. 17
		18-May	9. 5	5. 49	10. 43	5. 375	-0. 2	7. 5	3. 16
		22-Jun	8. 9	5. 49	8. 19	5. 5	0. 42	7. 3	5. 37
		20-Jul	6. 7	5. 49	5. 74	5. 25	0. 06	7. 5	5. 37
		17-Aug	4. 4	5. 49	6. 38	5. 25	-0. 21	7. 8	6. 36
		21-Sep	3. 8	5. 49	5. 67	5. 25	-0. 55	7. 9	6. 29
		19-Oct	4. 1	5. 49	3. 74	5	-0. 67	7. 3	6. 29
		16-Nov	6. 7	5. 49	-0. 91	5	-0. 91	7. 5	5. 76
		21-Dec	4. 4	5. 49	2. 15	4. 625	-1. 26	7. 3	4. 76
	1977	18-Jan	7. 2	5. 49	6. 26	4. 6875	-0. 54	7. 9	4. 01
		15-Feb	4. 5	5. 49	3. 42	4. 6875	-0. 73	7. 3	4. 00T (4)
		15-Mar	5. 2	5. 49	4. 32	4. 625T (4)	-0. 96	7. 5	5. 42
		19-Apt	4	5. 49	6. 15	4. 75	-0. 85	7. 3	8. 3
		17. May	8. 8	7. 61	12. 67	5. 375	-0. 74	7	9. 75
		21-Jun	9	7. 61	14. 55	5. 375	-0. 97	6. 9	10. 67
		19-Jul	8. 4	7. 61	10. 45	5. 375	-1. 03T (4)	7. 1	8. 86
		16-Aug	7. 9	7. 61	8. 48	6	-0. 55	6. 9	8. 57
		20-Sep	9. 5	7. 61	3. 55	6. 25	-0. 13	7. 1	6. 85
		18-Oct	10. 7	7. 61	2. 93	6. 5	0. 09	6. 9	5. 88
		15-NOV	8. 6	7. 61	1. 16	6. 5	0. 21	7	4. 47
		20-Dec	5. 8	7. 61	4. 72	6. 5	0. 36	6. 9	3. 78
	1978	17-Jan	5. 7	7. 61	3. 21	6. 75	0. 47	6. 4	4. 21
		28-Feb	4. 6	7. 61	-0. 86	6. 75	0. 53	6. 3	6. 44
		21-Mar	3. 6	7. 61	-0. 29	6. 75	0. 41	6. 1	6. 44
		18-Apr	4. 3	7. 61	3. 77	6. 75	0. 03	6. 2	7. 08
		16-May	6. 5	7. 61	11. 1	7. 5	0. 07	6	9. 11
Phase 1a		20-Jun	9. 6	7. 61	13. 57	7. 75	0. 67	6. 1	10. 43
		18-Jul	10. 9	7. 61	10. 01	7. 875	1. 11	5. 7	11. 74
		15-Aug	6. 2	7. 61	6	7. 875	0. 62	6. 2	12. 33
		19-Sep	6. 3	7. 61	7. 72	8. 375	1. 37	5. 9	10. 63

续　表

		FOMC 例会日期	M1 3 月期%	M1 阶梯 函数值	工业产 出增长 3 月期%	联邦基 金利率 目标	实际 利率	失业 率	CPI 3 月 期%
		17-Oct	9.4	7.61	7.37	9	1.73	6	9.2
		21-Nov	8.8	7.61P (4)	6.45	9.875	3	5.8	8.45
		19-Dec	4.5	4.04	6.69	10	2.45	5.8	8.17
		6-Feb	4.38	4.04	7.22	10	2.17	5.9	7.42
	1979	20-Mar	3.13	4.04	4.35	10	0.05	5.7	8.42
		17-Apr	4.15	4.04	3.49P (4)	10	2.2	5.7	11.34
		22-May	6.8	10.13	-1.06	10.25	2.01	5.8	13.88
		11-Jul	13.54	10.13	2.4	10.25	0.12	5.6	14.43
		14-Aug	9.92	10.13	-2.34	11	0.7	5.7	14.5
		18-Sep	12.72	10.13	-3.88	11.5	2.11	6	13.7
		6-Oct	10.11	10.13P (4)	-3.88	13.25		5.8	13.73
		20-Nov	7.67	6.09	-0.78	12.5	3.98	6	12.55
	1980	8-Jan	4.63	6.09	0	14	3.67	5.8	12.09
		4-Feb	5.42	6.09	-0.52	13.64	4.53	6.2	12.94
		18-Mar	7.91	6.09	2.39P (4)	17.78	7.21	6	15.76
		22-Apt	4.83	6.09	-2.6	15.12	5.05	6.2T (4)	19.56P (4)
		20-May	0.62	-0.01	-10.32	9.46	-0.5	7	18.73
		9-Jul	0.61	-0.01	-16.7	8.98	-0.96	7.7	14.8
Phase 2		12-Aug	8.43	14.52	-24.94	9.35	-0.69	7.8	12.74
		16-Sep	16.46	14.52	-9.37	10.85	0	7	7.81
		21-Oct	17.29	14.52	2.57	13.17	1.78	7.5	6.52
		18-Nov	17.47	14.52	16.93	17.43	3.6	7.6	6.11
		18-Dec	12.93	14.52	20.28	19.44	9.04	7.5	10.04
	1981	2-Feb	0.39	1.92	19.62	16.51	5.36	7.4	12.12
		31-Mar	3.44	1.92	3.8	15.43	4.67	7.3	12.57
		18-May	7-78	1.92	2.93	20.0P (4)	9.39P (4)	7.3	11.45
		6-Jul	0.38	1.92	3.48	18.76	7.48	7.3	8.14
		18-Aug	-3.45	1.92	3.19	17.41	7.97	7	8.08
		5-Oct	1.83	1.92	0.26	14.93	7.13	7.5	10.5
		17-Nov	2.21	1.92	-10.95	13	4.51	7.5	11.85
		21-Dec	2.78	1.92	-17.25	12.54	5.2	8.4	9.5

续　表

		FOMC 例会日期	M1 3 月期%	M1 阶梯 函数值	工业产 出增长 3 月期%	联邦基 金利率 目标	实际 利率	失业 率	CPI 3 月 期%
	1982	2-Feb			-25.4	14.5	6.97	8.9	5.2
		30-Mar			-12.3	14	7.23	8.8	3.7
		18-Mav			0	14	7.49	9.4	1
		1-Jul			-7.3	13.5	8.82	9.5	3.7
		24-Aug			-6	9.5	3.95	9.8	9
		5-Oct			-3.4	9.5	4.67	9.8	7.7
		6-Nov			-3.9	9	3.45	10.4	4.1
		21-Dec			-8.1	8.5	3.9	10.8	3.7

注　释

第1章

①名义锚的预期属性源自信用的属性。今天一个人拿可以满足实际需求的货物来交换没有什么内在价值的纸币，是基于这样一个信念，即明天其他人会拿其他货物来换走他手中的纸币。

②我用“规则”（rule）这个词来指代为实现明确目标而制定的公开策略。这种策略的形式基本都是，以状态依存的语言来描述中央银行对联邦基金利率的调整。中央银行遵循政策规则的可信度，对公众如何形成针对外部冲击的预期至关重要（黑泽尔，2006年）。

③格林斯潘（美国国会，2005年7月20日，第33页）在作证时指出：“自20世纪70年代后期以来，中央银行家们整体上的表现与金本位时期也并无二致……于是问题来了，‘回归金本位……会不会更好?’我的回答是，‘我不这样认为，因为现在的作为，就

已经在金本位下了。'" 不过，格林斯潘习惯于从商业经济学家的视角来看待货币政策，更关注短期的经济运行，所以无法阐明自己货币政策的长期逻辑。

④保罗·萨缪尔森表达了流行的凯恩斯观点，即美国的通胀属于成本推动型（萨缪尔森，1974 年，第 802 页）。为避免高失业率，美联储不得不去适应这种成本推动型通胀（萨缪尔森，1977 年，第 58 页；1979 年，第 972 页）。还可参见伯恩斯（1979 年）。

⑤根据巴罗和戈登的说法，中央银行也不喜欢通胀。这是因为，公众会最终了解央行的动机，并预期高于央行偏好的通胀水平。这种情况下，中央银行只有适应更高的通胀预期，才能避免失业率上升。如此一来，通胀水平将不断抬高，最终迫使中央银行接受可持续性失业率，而此时，实际通胀率可能已经远超出中央银行的目标。

第 3 章

①博尔多和施瓦茨（1999 年）撰文回顾了 1880 年至 1995 年间的多次货币论战，并总结了其中最重要的一些贡献。对于金本位的讨论参见博尔多（1999 年）、伍德（2005 年）和伊格尔（1976 年、1998 年）。

②美国于 1873 年开始实施金本位。

③美国调查统计局（Bureau of the Census），1975 年，Y 系列，第 335 ~ 338 页。

④美联储的资产包括其持的黄金储备和对其他主体的债权，包括对成员银行的贷款（贴现）和持有的私人和政府证券。美联储的

负债（货币基础）包括流通中的现金（货币）和成员银行的存款。

⑤美国调查统计局（Bureau of the Census），1975 年，E 系列，第 135～166 页。

⑥所有货币数据来自弗里德曼和施瓦茨（1970 年）。

⑦美国调查统计局（Bureau of the Census），1975 年，E 系列，第 135～166 页、第 23～39 页。

⑧和其他实施金本位的国家一样，美国必须用黄金来支持美元的发行，维持既定的金平价。美联储需要持有一定数量的黄金，使黄金价值与基础货币发行量（即流通中现金加上成员银行存款）保持固定比例。自由黄金指超出支持货币的法定需求之外的黄金。

⑨美联储理事会，1921 年，第 676 页。

⑩美联储理事会，1920 年，第 219 页。

⑪美联储理事会，1921 年，第 768 页。

⑫美联储理事会，1930 年，第 655 页。

⑬参见希伊理事的讲话（1928 年）。

⑭参见钱德勒（1958 年，第 12 章）、弗里德曼和施瓦茨（1963a，第 254 页以后）、梅尔泽（2003 年，第 14 章）。总体而言，大萧条期间的货币政策参见博尔多、乔杜里和施瓦茨（2002 年），博尔多、埃尔塞格和埃文斯（2000 年），罗默和罗默（2004 年），以及伍德（2005 年）。

⑮沃伯顿（1966，第 339 页）写道：“1930 年代早期，美联储实际上停止了再贴现或购买‘合格’的票据。”（转引自迪姆博勒克，2005）

⑯除此引文外，还可参见第 490 页、495 页、506 页、508 页以

及 517 页上记录的哈里森的发言。哈里森不认为是黄金不足束缚了美联储的手脚。共和党议员戈登布朗（美国国会，1932，第 488 页）指出，国会银行委员会一直在推动用国债支持美联储货币发行的立法。不过，这一立法需要得到美联储的支持，而美联储无意于此。

美联储理事会（1937，第 828 页）明确反对要求联储“将国内物价维持在既定水平”的法案：“美联储可以控制因货币供给引发的价格上涨压力，但现实中存在很多其他因素，其对价格和商业活动的影响不逊于货币供给。这些因素是非货币性的，不是货币政策所能掌控。”

⑰第四部分强调与 1938 ~ 1939 年的比较。在这期间，基础货币基本由黄金外流所决定。

⑱按照斯特朗的强硬个性，应该会对银行挤兑做出强有力的反应。不过在现实中，正如黑泽尔（2002a）指出的，斯特朗的继任者，乔治·哈里森的性格明显偏弱，缺乏杀伐决断的能力。

⑲即使到今天，美联储将利率作为货币政策工具，仍然会给人们造成中央银行是价格体系管理者而不是货币创造者的假象。

⑳戈登维瑟尔在 1921 年作为统计助理加入美联储。1925 年，他成为美联储研究统计部副主任，1927 年，晋升为该部主任。并一直担任该职务到 1944 年。

㉑美联储理事会，1931 年，第 437 页。

㉒这些数据取自联储公报中的“美联储债权”一图，或参见“美国货币黄金存量”表。

㉓1931 年 9 月，全球中央银行的黄金储备总额为 113 亿美元。

（美联储理事会，1943，表 165）

㉔美联储理事会，1943 年，第 172 页。

㉕美联储理事会，1943 年，第 160 页。

㉖美元贬值被认为是“以邻为壑”的政策，因为这会使那些仍实行金本位制度的国家出现黄金外流，并造成通货紧缩。在后来的时期，美元的再次大贬值也让浮动汇率制度声名扫地。不过，后来这一次指责，在很大程度上是因为人们混淆了周期性调控的盯住汇率和真正意义上的自由浮动汇率制度。

㉗巴尔克和戈登，1986 年，附录 B。

㉘美联储理事会，表 102。

㉙有很多迹象预示了这一变化。从 1934 年早期到 1937 年中期，美联储没有调整过贴现率。通过借入准备程序来控制市场利率，可以消除利率变动中的季节性因素。此外，在借入准备操作程序下，美联储的债权规模与影响准备金的各种因素（如黄金流动和财政部在美联储存款的变化，等）之间存在反向变化关系。这种反向变化在 1933 年之后趋于消失。（弗里德曼和施瓦茨，1963a，第 504 ~ 505 页）

㉚从 1931 年末开始，两种流通速度都呈下降趋势，无法用机会成本加以解释，不过在 1933 年又开始上升。在上述期间，货币需求意外增强，在很大程度上与金本位制度去留和银行挤兑所带来的不确定性上升有关。在这种环境下，个人和银行都倾向于持有货币现金，而非从事借贷，由此导致货币需求增加

㉛美联储理事会纪要（1937 年，第 377 页）写道：“通过冻结 3000 万美元的超额准备，美联储终于获得了调控市场的能力。公开

市场上的买入和卖出，可以对银行信贷的松紧产生明显的影响。”

㉜弗里德曼和施瓦茨（1963a，第522页）引用了纽约联储主席乔治．哈里森的话：“如果提高法定准备金率，美联储就有机会通过公开市场操作或贴现率变化来掌控局面。”

㉝引自斯普劳尔（1951，第299页）。

㉞萨默斯（1991）建议用正的趋势通胀来缓解零利率下限问题。显然，也正是因为这个原因，FOMC放弃了价格稳定的长期目标（第20章）。凯恩斯用利率存在下限（即流动性陷阱）的假设，断定价格体系不能实现充分就业的目标。庇古（1947）质疑了凯恩斯的这一假说，他指出，通货紧缩会增加货币的真实价值，并进而刺激消费支出。二者的争论在今天仍在延续。那些认为零利率下限会引发通缩螺旋的人，事实上是认为中央银行不能通过遵循规则来稳定通胀预期，进而实现物价的稳定。在物价水平下降的情况下，人们对物价稳定的预期，会导致通胀预期的上升（即认为未来物价有上升的可能），由此降低实际利率水平。（沃尔曼，1998）

㉟美联储理事会，1943年。

㊱记录美联储在20世纪20年代操作的文件，可参见钱德勒（1958，第6章）、梅尔泽（2003，第4章）和威尔洛克（1991）。

㊲后来，美联储用“自由准备”一词来描述这些操作程序。自由准备是指银行的超额准备减去向中央银行借入的准备。

第4章

①美国调查统计局，1975年，系列D，第85～86页。

②有关美联储和财政部的关系也可参见美国财政部年报（1951

年，第258页）。

③在这个时候，公众对通货膨胀的预期基于两个主要信息来源。一是美联储发布的消费金融调查。该调查始于1946年初，每年进行一次，调查对象主要是居民。二是利文斯顿调查。该调查始于1946年末，每年进行两次，调查对象是商业经济学家，调查内容是对未来6个月和12个月的CPI预期值。

④在结束于1945年3季度、1946年3季度和1947年3季度的（四季度）期间，M1增长率分别下降到了16.2%、7.1%和4.1%。在结束于1947年3季度的（四季度）期间，实际GNP增速下降到了2%（巴尔克和戈登，1986，附录B）。不过，由于战后军队大规模复员，使我们很难确认货币政策紧缩对产出的影响。

货币减速的影响，在很大程度上取决于公众如何调整其手中的实际货币余额。M1流通速度从1944年的2.5，下降到了1945年的2.1，并在1946年，进一步下降到2.0。据推测，货币需求之所以上升，是因为对战后衰退的预期普遍存在。不过，经济衰退并未发生，导致实际余额重新上升。M1流通速度在1947年回升到2.1，1948年和1949年则进一步上升到2.3。

1946年之后，随通货膨胀上升和货币增速放缓，实际余额也有所下降（在利率钉住的情况下，美联储只能被动接受公众货币需求的下降）。随管制结束，价格水平短暂飙升，之后，通货膨胀稳定在6%左右的水平（图4.3）。弗里德曼和施瓦茨（1963，第561页）认为，战争期间，许多耐用消费品难以获得，居民只能将这些本要消费的财富以现金的形式持有。战后，耐用消费品供给逐渐恢复，居民开始减少现金持有数量，用以购买耐用消费品。1948年8

月，战时高额现金持有的调整基本算告一段落。

⑤在钉住利率情况下，这种减速反映了美联储对居民真实余额需求下降的被动适应。有一种观点认为，货币减速导致经济周期在1948年11月出现拐点的判断需要这样的假定，即在拐点之前，由实际利率上升所导致的真实余额下降速度，超过了公众意愿的水平。考虑到1948～1949年，货币流通速度并未上升，这一解释有其合理性。

⑥有关协议的主要内容，参见黑泽尔和里奇（2001a）。有关马丁如何建立起现代的美联储，参见布里默（2004）、黑泽尔和里奇（2001b）。

第5章

①参见哈格罗夫和莫利（1984，第150～151页）、马丁（美国国会，1959年2月6日，第462页和第482页）以及斯特恩（1990，第344页）中的索尔尼尔会谈。

②可将此声明与第13章中沃尔克的引用做一比较。

③后来，FOMC在1963年的一次例会中表达过类似的观点。（美联储理事会，FOMC纪要，1963年12月17日，第1129页）。马丁在FOMC上发言说："整个西方世界再次面临通货膨胀的幽灵……他（马丁）之所以反对通货膨胀，是因为其最终会导致通货紧缩。"

④本节后面部分的思想来自于马丁（1953年4月13日；1953年12月12日；1955年10月19日；1956年1月12日；1957年；1958年1月9日；1958年12月12日）。关于对马丁的评价，参见

布里默（2004）和伍德（2006）。

⑤和阿尔文·汉森一样，塞缪尔·哈里斯在哈佛大学也是凯恩斯经济学的宗师之一。哈里斯（美国国会，1959年2月6日，第498页）在联合经济委员会作证时表示："关键问题在于，在面对这些成本推动时，用货币紧缩来应对，并导致失业率上升，是否应该是美联储的职责。"

⑥罗默和罗默（2002；2004）表达了和马丁类似的观点。

⑦马丁（美国国会，1958年2月6日，第384页）在1956年和1957年承担起了控制通胀的责任。

第6章

①"非货币"这个词指那些倾向于用非货币因素来解释通货膨胀成因的理论。另外一个词应该是"驱动因素"。凯恩斯主义经济学认为，在1960年代的多数时候，货币需求都具有较高的弹性（在流动性陷阱的制约下），可以完全吸收因通货膨胀导致的实际变量变化。

②报告指的是政府每年向过会提交的总统经济报告和经济顾问委员会年报。

③肯尼迪也设置了一个4.5%的长期增长目标。在1960年代，大多数经济学家相信，政府可以改变实际产出增长的趋势。如果政府执行"紧缩"的财政盈余政策，中央银行可以实施"宽松"或"低"利率货币政策，来刺激投资和增长。比如，塞缪尔·哈里斯（1964，第16章）主张制定4%～5%的实际增长目标。他强调，如果增长速度达不到上述最低标准，到20世纪末，美国的经济总

量将被苏联所赶超。

④他们的文章读起来像是为肯尼迪赢得1960年大选做准备的意见书。

⑤看起来，菲利普斯曲线表明，只有用“高”失业率才能限制工会和大企业对工资和价格的垄断性影响。总体上，凯恩斯主义经济学认为市场机制远非有效，因为竞争不充分，而且，各种强大的非货币因素也并非最优选择的结果。

⑥通货膨胀的非货币理论有循环论证之嫌。具体的细节，参加奥克莱（1961，第16章）、布洛芬布伦纳和霍兹曼（1963）。

⑦米尔顿·弗里德曼撇清了和这个建议的关系。

第7章

①马丁认为“高”利率应该伴随着高增长率，这个观点颇符合现代的看法。与之相比，赫勒领导下的CEA则固守着凯恩斯主义思想，从赫勒对其和总统候选人肯尼迪第一次会面的描述（哈格罗夫和莫利，1984，第173页），可以清楚地看到这一点。（肯尼迪说）：“塞缪尔·哈里斯告诉我，在利率高悬的情况下，经济不可能全速增长。但又有人告诉我，德国的利率高达5%，但经济增速却快得惊人。这又是怎么办到的呢?”

②有关美联储和不同时期政府的关系的讨论，参见哈格罗夫和莫利（1984）。他们访谈了从杜鲁门到卡特政府时期的历任CEA主席。布里默（2004）记录了马丁整个任职期的情况。巴赫（1971）记述了1960年代的情况。

③在听证会上，众议院银行委员会成员试图通过立法。来削弱

美联储赖以独立的制度性基础。他们试图通过的法案要求美联储接受审计署（GAO）的审计，并要求将美联储的经费开支纳入联邦预算，而非一直以来的国债利息收益留存。此外，银行委员会还试图将地区储备银行主席排除在FOMC投票成员之外，这直接违背了美联储的章程。

④伍利（1984）、科特尔（1986）和布里默都讨论过这一时期的情况。

⑤如果国会一早就拒绝了地产业的求助，就会迫使储贷协会（S&L）调整其资产、负债的期限结构，要么放弃小额储蓄市场转而在资本市场上筹集长期资金，要么就转向提供放浮动利率抵押贷款。而在现实中，政府通过对信贷分配的干预，在1980年代，一步步将储贷协会推向了混乱的境地。国会先是把Q条例扩展到储贷协会，Q条例产生于大萧条时期，主要目的是给银行向储户支付的利率设置上限，以避免行业的过度竞争。之后，监管当局（美联储、联邦储蓄存款保险公司、联邦住房贷款银行委员会）把储贷协会的利率上限设置的比商业银行高0.5%，以便利储贷协会的竞争。从政策的设想上讲，Q条例上限会压低储贷协会的资金成本，而与商业银行的利差优势，则可以为储贷协会带来稳定的资金来源。不过，在现实中，1980年代不断飙升的通货膨胀，迅速摧垮了以储贷协会主体房地产金融体系。

⑥阿克利提交给总统的备忘录，1966年11月8日，LBJ图书馆。

⑦马丁写给约翰逊的信，1966年12月13日，LBJ图书馆。

⑧1966年上半年，M1的年化增速达到了5.75%，到下半年，

则几乎停滞。GNP 年化增速从 1966 年 3 季度的 3.75% 下降到 1966 年 4 季度到 1967 年 2 季度期间的 2.2%。到 1966 年末，CPI 一直都维持在 3.5% 左右，但在 1967 年上半年，大幅下滑到 1.75%。

⑨奥肯写给总统的备忘录，“四方会议的日程建议”。1968 年 6 月 24 日，LBJ 图书馆。

⑩从 1953 年到 1963 年，M1 年化收益率平均为 1.7%。在 1963 年 4 季度到 1966 年 4 季度期间，上升到了 3.8%，到 1966 年 4 季度至 1969 年 1 季度之间，进一步上升到 6.9%。

⑪马丁（1969 年，5 月 22 日）。

第 8 章

①CPI 从 1964 年的 1.3% 上升到 1969 年的 5.8%，与此同时，失业率从 5.5% 下降到 3.5%。

②战后美国在制造业上的竞争优势逐步丧失，引发了 1970 年代的保护主义浪潮。1979 年经济报告（第 161 页）用一张图（“美国在 15 个工业化国家制造业产品出口中的份额”，第 13 章）描述了竞争力的丧失。从 1968 年到 1972 年，美国的份额从 24% 下降到了 19%。制造业的就业数量在 1960 年代持续上升，但在 1970 年代基本停止了增长。

③“总统备忘录，1970 年 11 月 20 日，舒尔茨、麦克拉肯、斯特恩、依里奇曼恩、弗拉里甘等人与总统的会谈”。其他可参见，斯特恩备忘录，1970 年 11 月 27 日；麦克拉肯写给舒尔茨的备忘录，1970 年 12 月 12 日；麦克拉肯写给依里奇曼恩的备忘录，1970 年 12 月 14 日。

④他的这个结论基于亚瑟·拉弗的实证研究，当时是芝加哥商

学院的一名副教授。拉弗在研究中发现，M1 和 GNP 之间存在很强的相关关系，并据此推导出了 M1 需要增长 6% 的结论。不过，该实证研究使用的数据未经季节调整，结论恰当与否，仍然存疑。

⑤行天丰雄和沃尔克（1992，第 76 页），哈德曼（1994），1971 年 8 月 12 日。

⑥保罗·麦克拉肯在国会的证词（美国国会，1971 年，7 月 8 日）和查尔斯·沃克尔在国会的证词（美国国会，1971 年 11 月 1 日，第 36 页）。

⑦伯恩斯写给尼克松的信，1971 年 6 月 22 日。

⑧为了 1972 年的大选，康纳利拼凑出了一套极其糟糕的经济政策，并于 1971 年 8 月 15 正式公布。为安抚自认为受到来自日本的竞争损害的美国工人，该政策要求征收进口附加税。为取悦商人阶层，该政策建议实施工资管制。为了在政治上可行，工资管制又必须辅之以全面的价格管制。参见沙菲尔（1975，第 588 页），舒尔茨和丹姆（1978，第 113 页），福博德（1980 年，第 4 和第 5 章），以及哈德曼（1994）。

⑨JEC 听证，1971 年 8 月 19 日，国会季刊（1971 年 8 月 28 日，第 1817）。

⑩有关管制的详情，参见 1971 年 12 月 25 日和 1972 年 5 月 20 日的国会季刊。

⑪戈登（1997）估算这个时期的自然失业率大概为 6% ~6.5%。

⑫尼克松在给伯恩斯的信中（尼克松致伯恩斯的信件，1971 年 12 月 4 日）写道：“这（即美联储让货币供给减速的时间过长）就是 1959 年到 1960 年间发生的事情，你应该还记得，你当时曾走

进马丁的办公室，指责他把货币政策控制得太紧，结果导致失业率大幅上升。这给我 1960 年 11 月的竞选致命一击…在这个国家，在很多时候，总统竞选的结果都是被失业率所左右的。我想不起来通货膨胀对哪次大选的结果有实质性的影响。”

⑬1972 年 1 月 4 日的备忘录，“致所有储备银行的主席”，伯恩斯的文字材料。

⑭蓝皮书通常在 FOMC 例会前被提给各参会成员，其中有对货币供给增长的预测，以及为例会提供的几种利率决策方案。

⑮伯恩斯在 1972 年 11 月大选前的政策，在后来引起了公开的争论。我在附录（伯恩斯时期的货币政策程序）中，对这个时期 FOMC 的操作规程和决策程序进行了概述。

⑯对伯恩斯介入两党竞选的最戏剧化的批评，来自于福德·罗斯在 1974 年 7 月的财富杂志上写的一篇文章。罗斯写到，在大选揭晓之前，伯恩斯离开了争论激烈的 FOMC 例会现场，给白宫打了一个电话，之后，FOMC 决定不提高利率。不过，这个说法并不可信。因为美联储主席的名声源自美联储的独立性，历任主席从没有损及美联储独立性的言行。这个故事多少歪曲 FOMC 的本意，其之所以做出不加息的决定，是觉得有必要支持政府的政策，而非屈从于两党的竞争。

⑰公众把第三阶段政策看作是管制放松，特别是由于缺乏工资指导，管制的效力大打折扣。为表现得更强硬，政府对原油和石油加工行业实施了管制（国会季刊，1973 年 3 月，第 493 页）。

⑱参见第 21 章附录：FOMC 使用的绿皮书数据。

⑲1974 年总统经济报告，表 C－33。

⑳CID 纪要，1973 年 2 月 14 日，伯恩斯的文字材料。

㉑1973 年 6 月 1 日致总统的信，伯恩斯的文字材料。

㉒FOMC 纪要，1974 年 4 月 15 日 ~ 16 日，第 508 页。

㉓帕廷金（1981，第 34 页）写道，“对通货膨胀的规范性理论，正越来越接近民间智慧对通胀的感知”，之所以出现这种情况，一个原因是“越来越多的人开始谈论‘供给冲击’，更一般地讲，就是成本推进。一个主要的事例就是…欧佩克不断抬升油价，导致了通货膨胀的上升。大街上随便找的一个人，都会认为通胀是某些特定价格上升的结果。”布林德（1981，第 65 页）写道，“滞涨产生于供给冲击这一简单逻辑，为悲惨的七十年代提供了完美的解释”。不过，布林德和纽顿（1981，第 1 页）总结道，“解除价格管制应该是 1974 年非食品和非能源产品价格出现‘两位数’飙升的主要原因”。

㉔伯恩斯（1973，第 796 页）列出了各国在 1971 年 4 季度到 1972 年 4 季度期间的 M1 增速；美国为 7.4%；英国为 14.1%；德国为 14.3%；法国为 15.4%；日本为 23.1%。

在 1979 ~ 1980 年的第二次石油冲击期间，日本央行执行了相对紧缩的货币政策，这为我们提供了一个区分货币政策和油价冲击对通货膨胀影响程度的案例。考虑到日本高度依赖进口能源，油价冲击对日本的影响应该远大于美国。但事实上，日本在此期间只经历了一次短暂、且程度中等的通货膨胀，而且也没有出现经济衰退。(黑泽尔，1999，第 8 页)

㉕本段和下一段的数据引自霍奇森（1991，第 20 ~ 32 页），他总结了 1973 年、1978 年和 1990 年油价上升时，主要工业国的经济

状况。七国集团包括，美国、日本、德国、法国、英国、加拿大和意大利。霍奇森使用的货币序列数据分别是，美国（M2）、日本（M2 + CDs）、德国（M3）、法国（M2）和英国（M0）。

㉖布里默理事（FOMC 纪要，1972 年 4 月 18 日，第 448 页）支持伯恩斯的意见："关键问题在于，在美联储和国会的支持下，政府已经做出了决定（1971 年 8 月 15 日），即通过直接管制而不是降低经济增速来解决通胀问题。如果还需要更有力的抗通胀的手段，那就是更严格的管制……而非货币政策。"

㉗美联储理事会，政策行动记录，1972 年年报，第 98 页。

㉘海耶斯致伯恩斯的信，1971 年 2 月 19 日，伯恩斯文字材料。

㉙FOMC 纪要，1972 年 2 月 14 ~ 15 日，第 144 页。

㉚FOMC 纪要，1972 年 2 月 14 ~ 15 日，第 149 页。

㉛FOMC 纪要，1972 年 9 月 19 日，第 871 页。

㉜FOMC 纪要，1972 年 9 月 19 日，第 879 页。

㉝FOMC 纪要，1972 年 9 月 19 日，第 921 ~ 923 页。

㉞"一周公开市场操作和货币市场状况报告，截至 1972 年 9 月 20 日"，第 3 页。

㉟㉜FOMC 纪要，1972 年 9 月 19 日，第 926 页。

㊱美联储理事会致阿尔弗雷德．海耶斯的信，1972 年 10 月 10 日。

第 9 章

①有关布雷顿森林体系较全面的介绍，可参见博尔多（1993）、所罗门（1982）和伊格尔（1976；1998）。

②伊格尔（1976，第 429 页）认为，布雷顿森林体系时代危机

频发，与此同时，保护主义盛行。“意大利里拉终于摆脱了始于一年以前的危机。英镑同样经历了严重的危机，不过最终也走出了困境。英国征收了进口附加税……在一定程度上抑制了危机的蔓延……这次危机发生在春夏之间，因资本大量逃向美元所致。”在危机时期，国际货币关系需要各国财政部和中央银行介入管理，市场上的投机者只会让事情变得更糟糕。伊格尔（1976，第406页）评价道，“布雷顿森林体系期间，IMF多次扮演了危机拯救者的角色，通过大规模的救助，成功地挽救了国际金融体系。不过，这些事例，并不能看作是布雷顿森林体系本身的成功，反而说明其存有内在的缺陷”。

③“1948年末，美国持有世界黄金储备的71%；到1962年6月，美国的黄金份额下降到了40%。在同一时期，西欧各国持有的黄金份额，从15%上升到了44%”（1963年总统经济报告，第95页）。

④从1960年开始，“美元成为全球基础货币供给增加的主要因素。在1960年代，黄金对货币供给增加的影响甚微，在过去两年中，更是毫无影响”。(1968年总统经济报告，第179页)。

⑤“近年来，我们对外赤字中只有四分之一到二分之一使用黄金清偿的……他国持有美元储备的数量上升……使美元极为脆弱。对美元的信心一旦下降，就会触发将美元换成黄金的浪潮，这会给国际收支体系带来严重的问题。”（1963年总统经济报告，第95页）

⑥各期总统经济报告均有这些季度数据。

⑦1969年末，美国对外国中央银行的负债总计160亿美元。到

1971 年末，上升到 506.5 亿美元。

⑧纽约联储副主席博德纳（FOMC 纪要，1971 年 9 月 21 日，第 946 页）在 1971 年 9 月向 FOMC 汇报：“日本人对总统发言的最初反应，是加大了外管制力度……他们试图让日元与美元波动脱钩的尝试，使其国际收支体系完全陷入了混乱，最终又不得不放松干预。在放松管制之后，两天之内涌进了 17 亿美元。”日本不让日元升值的原因之一，是日本大藏省之前强迫银行持有买入的美元，而不允许其转卖给日本中央银行。尼克松 8 月 15 日的讲话，对日本产生了一个“尼克松冲击”，日本央行不得不按照 1 美元兑 360 日元的固定平价买入美元，以避免银行因持有的巨额美元头寸而遭受损失。这种操作，引发了日本银行业随后的套利行为，即在海外借入美元，并将其抛售给日本央行。（沃尔克和行天丰雄，1992，第 93 ~ 94 页）

第 10 章

①格林斯潘（哈格罗夫和莫利，1984，第 432 页）回忆到，伯恩斯在政府内部很有影响力：“他（伯恩斯）在福特政府里很有话语权……我敢说，美联储对政府政策制定的介入相当深。”

②这个备忘以及文中引用的另一个备忘，都来自于格林斯潘文档（1974 ~ 1976 年）。

③参见詹姆斯·瑞可莱对格林斯潘的访谈（1978 年，1 月 28 日）。

④参见格林斯潘的证词（美国国会，1974 年 9 月 25 日，第 85 ~ 86 页）。格林斯潘把经济衰退和高失业归因于不确定性的上升

（美国国会，1975 年 1 月 6 日，第 9 页）。由于认为长期通胀提高是不确定性产生的根源，格林斯潘强调“建立一个可持续的无通胀的经济体系”。格林斯潘（美国国会，1975 年 5 月 2 日，第 23 页）指出：“拥有长期可信的政策的好处之一是……不会扭曲人们的决策行为。”后来，格林斯潘（美国国会，2005 年）评论道，“（从 1970 年代的经历）我们开始认识到，事实上是不断抬升的通货膨胀造成了失业”。正是基于这些观念，在格林斯潘执掌 FOMC 的时期，消除由债券利率所反映的通胀预期，成为美联储的重要任务。

⑤1974 年 12 月 14 日的信件，格林斯潘文档。

⑥达瑞尔·弗兰西斯（圣路易斯储备银行主席）持有不同的观点，他认为是美联储将财政赤字货币化，导致了通货膨胀。

⑦从格林斯潘对经济计量模型的批评，可以看出他的一些基本观点（哈格罗夫和莫利，1984，第 441 页）。在计量经济模型中，看上去可以用货币政策来解释 1974～1975 年的经济衰退。但实际上，货币政策（大幅提升联邦基金利率）掩盖了导致经济衰退的真实原因，即通货膨胀。计量模型的作用是很有限的，因为其只解释了过往的经历，而以前的经历并不包含物价飙升的情况。此外，现实世界的结构瞬息万变，这让计量模型在预测方面更是没有什么用武之地。

⑧在 1975 年早期，EPB（1975 年 3 月 24 日备忘，格林斯潘文档）告诉福特，经济衰退只是“短暂的经济收缩，主要是因为大规模的去库存而引发，而不是最终需求减少所致”。

⑨从 1972 年 12 月到 1973 年 2 月，FOMC 使用 M1 增速目标是一个区间，中值为 5.5%。之后，开始使用一个确定的数值。在

1974年夏天之前，该目标数值大概为5.5%。

⑩FOMC为联邦基金利率设定了一个目标区间。这个区间的确定，主要基于对货币增速的预测。交易办公室负责在例会之后对联邦基金利率进行调整。

第11章

①国会季刊，1976，第371~372页。

②FOMC例会只讨论即期决策的传统，使人们难以明确了解美联储的政策目标以及相关的策略安排。举一个有意思的例子，伯恩斯（FOMC纪要，1976年4月20日，录音磁带3，4）在一次例会中提出了一个问题："我想问（彼得·斯特恩莱特）一个问题。如果让你管理非借入准备，你觉得考虑我们的货币政策目标，这个目标我不做界定，而是让你按自己的想法去确定（请不要大声地讲出来），你觉得你会干得比我们过去几个月要更好吗?"上面提到的录音磁带，是伯恩斯存放到福特图书馆的，涉及的时间是1976年3月以后，到1978年3月他的任期结束。

③本段的前两个引用来自比文（2002，第31页和第36页）。

④在美联储理事和FOMC成员中，持凯恩斯主义观点的人占了绝大多数。也正因为此，FOMC认为，由于存在过剩产能，货币政策刺激将不会引发通货膨胀。1977年2月15日的FOMC例会后，美联储经济学家认为，考虑到资源闲置情况，"通货膨胀上行的压力很小"。帕蒂理事认为，"解决资源闲置问题，还需要很长的时间"。1977年4月19日的例会上，美联储经济学家预测1978年的通货膨胀率为5.5%。这大体等于8%的名义工资增速减去2.5%生

产率增长。对名义工资增速的预测基于菲利普斯曲线。产出缺口为负会阻止通胀膨胀的进一步上升。

⑤附录（FOMC 在 1970 年代是否采用货币目标?）介绍了 1970 年代后期，FOMC 的决策规程。这一期间，FOMC 主要通过对短期利率的调整，来将货币增速控制在目标区间内。

⑥史蒂夫·亚历克洛德负责货币政策研究，他向 FOMC 汇报，在过去 6 个月中，M1 的年化增长率为 6%。FOMC 注意到，随着支付体系的变化，大量商业性存款从活期转为定期，大大降低了公众对 M1 的需求。由于公众对 M1 需求下降，使同样速度的 M1 增长对经济的刺激力度更大。

⑦1976 年和 1977 年 FOMC 例会讨论的有关信息引自迈克尔·克兰的笔记，他当时是旧金山储备银行的研究主管。由于 1977 年的会议记录副本无法获得，相关信息都引自克兰的笔记。这些笔记是克兰和我自己的私人收集。

⑧在一次公开活动中，伯恩斯建议降低 M2 和 M3 目标区间的上限值。他指出，在经济复苏阶段，市场利率回升会导致脱媒加剧，从而降低 M2 和 M3 的增速。这是因为，Q 条例给银行支付的活期和定期存款利率设置了上限，当市场利率提高时，M2 这种存款对公众的吸引力会随之下降。

⑨里士满储备银行承办了 1977 年 4 月 19 日的 FOMC 例会。

⑩绿皮书的预测并没有反映出伯恩斯对能源政策的悲观。1977 年 5 月的绿皮书考虑了能源政策的影响，预测出 1977 年 2 季度至 1978 年 2 季度期间的实际 GNP 增速为 5.9%，这与 1977 年 4 月的预测相同。1977 年 4 月绿皮书的预测基调比较乐观，指出，“近几

个月来，经济活动明显增强……3 月份工业产值增长了1.5%……消费支出在3 月份也继续大幅上升”。这一期的绿皮书还提到：“2 月，消费者物价指数上升了1%。”

⑪后来，伯恩斯（美联储理事会，1978 年1 月17 日，第5 页）对其希望政府采取的用以阻止美元贬值的“根本性纠正措施”进行了解释：“第一是通过能源法案，确保一定的石油储备，更重要的是可以促进新能源的开发和应用。第二，我认为政府需要制定反通胀的政策，在当时，政府还没有这样的考虑。”

⑫“卡特的经济顾问……始终担心美联储执行紧缩货币政策，会抵消财政政策的效果。”（比文，2002 年，第89 页）

⑬“当前经济评论”通常在FOMC 例会之前交给各参会成员，算是褐皮书的初稿。评论中也包括有经济学家提供的建议。

⑭将通货膨胀归因于不受货币政策影响的预期黏性，所导致的一个结果，就是对牺牲率（即降低通货膨胀需要付出的失业率代价）的极度悲观。比如，1980 年1 月4 日的绿皮书，列出了集中跨年度的策略方案供FOMC 讨论。策略1 假定1980 年、1981 年和1982 年的M1 增速均为6%；策略2 假定M1 增速为4.5%。用M1 连续三年以4.5% 增长预测出的通货膨胀，只比6% 增速的情形低0.9%。不过，预测出的实际增长仅为0.5%，大幅低于后一种情形的2.3%。此外，在三年结束时，前一种策略的预计失业率为11.6%，后一种策略为9.3%，参见奥肯（1978）。

⑮沃尔克主席（纽约联储）评论道：“在欧洲人看来，美国在利用美元贬值促进出口……我们必须把汇率当作我们政策制定所需关注的目标之一。”很显然，他当时的观点与其1979 年的想法大相

径庭。在1978年2月的FOMC例会上，沃尔克（美联储理事会，1978年2月28日，第24页）指出："在没有政府其他政策的支持下，我不认为仅靠货币政策就可以处理（通货膨胀）问题。"

16. 1978年6月30日，美联储理事会批准了9个地区储备银行关于提高贴现率的提议。这么多银行参与这一提议，说明地区储备银行不满意于当时的货币政策。即便这样，米勒主席和帕蒂理事仍然投了反对票。在此之前，还没有过美联储主席在表决中被否决的先例，金融市场对此做出了负面反应。（凯特尔，1986，第170页）

⑰记录指美联储政策行动记录，是FOMC讨论的一个概要，在1993年2月之后，变成了现在的纪要。

⑱帕蒂理事（美联储理事会，1978年4月18日，第21页）说："失业率稳定在5.8%，而且还有上升的趋势……对大多数国会议员来说，这种情况都是不可接受的。政府……也不能接受。汉弗雷-霍金斯法案的起草者也不会接受，而且，对绝大多数的公众，同样不能接受这样的失业率。"

19. 本段所引的材料来自比文（2002，第140~141页；第199~200页）。

⑳有关这个时期的详情，可参考梅耶（1980），所罗门（1982）和比文（2002）。

㉑1978年秋天的利率上升，扭曲了货币供求行为，使政策制定变得更为困难。市场利率上升情况下，银行为提高竞争，试图绕开Q条例对存款利率设置的限制。正如后来看到的，从1978年秋到1979年3月，M1增速持续下降。货币供给的持续低迷，使FOMC中的鹰派成员逐渐落了下风。鹰派一向强调高货币供给会造成通货

膨胀，其成员包括罗伯特·布莱克（里士满储备银行）、约翰·波利斯（旧金山储备银行）、拉里·鲁斯（圣路易斯储备银行）、菲利普·科德维尔（德克萨斯储备银行）和沃里奇理事。在1979年8月沃尔克离任FOMC主席之前，鹰派在FOMC中都发挥着重要的影响。

㉒原油价格从1978年3季度时的12.8美元一桶，上升到1979年4季度的40美元一桶。因为价格管制和联邦分配制度，1979年加油站门口总是排着长龙。

㉓材料来自黑泽尔（1981）。

第13章

①参见古德福里恩德（1997年；2004年b；2005年），古德福里恩德和金（2005年），以及黑泽尔（1986年）。

②参见附件，“始于1979年10月6日的操作程序。”

③摘自林德赛、欧菲尼德斯和拉斯彻（2005年），为该时期的最终账户。

④抑制通胀所必需的实际利率水平并不确定，这限制了FOMC通过提高联邦基金利率来降低通胀预期的能力。

⑤参见施特雷夫（1990年）对1980年信贷管制的全面讨论。

⑥该引文来自迈克尔·克兰所作附注中（“与成员银行的会议”，1980年3月17日）。因此，引文是克兰的笔记，而非真正的会议记录。

⑦参见格雷德的采访（1987年）。

⑧要求银行把贷款增长率保持在6%～9%以内。此外，对大型

银行超过一定规模以上的主动负债，法定存款准备金要求为10%。对大银行的借款，美联储理事会要求征收3%的特别附加费。其还对信用卡贷款的新增部分征收15%的特别准备金要求。这意味着，银行必须在美联储进行无息存款，其金额应等于新增信用卡贷款（即信用卡信贷余额减去1980年3月14日的余额）的15%。最后，特别限制信贷计划要求，货币市场共同基金的新增资产同样适用15%的准备金要求。

⑨国家经济研究局将衰退的开始时间确定为1980年1月，大概反映出了1980年油价冲击带来的价格上涨（其影响方式与1974年价格管制结束导致经济衰退的情况相类似）。

⑩特别限制信贷计划将M1减缓到了目标区间之下。从3月至5月，M1B的年化增长率为-7.4%。FOMC没有认识到其银行信贷目标和货币增长目标存在冲突。其3月和4月的例会中，FOMC继续执行与前几次会议相同的M1B目标。非借入准备金目标维持不变，与此同时，对准备金的总需求（因货币供给减速）却有所下降，结果导致借入准备规模和联邦基金利率暴跌。从4月初至5月末，联邦基金利率下跌了约10%。

为规避对活期账户的支付限制，银行在实践中将活期账户标记为储蓄账户。有鉴于此，FOMC对M1的口径进行了调整。在M1B加入了所有存款机构（包括储贷款协会在内）的支票型存款（如麻省的NOW账户）、商业银行的支票账户和现金。

⑪纽约联储的《季度评论》会公开交易办公室的操作。

⑫从1980年4季度到1981年4季度，隐含的GNP平减指数上涨了8.9%，只比前一年低1个百分点。CPI增速在1981年第1季

度和 1981 年第 2 季度有所放缓，但在第 3 季度增长更加强劲。

⑬1981 年，FOMC 以 M1B 增长的移动平均值作为目标。1981 年，带息支票存款（活期存款账户）在全国范围内流行，大量非货币存款转为 M1，导致 M1 的流通速度大幅下降。Q 条例对存款和 NOW 账户实行相同的利率上限，导致资金大量向后者转移，因其可以提供支付服务。美联储经济学家之所以使用 M1 的移动平均值，主要是想构造一个可以与以往 M1 可比较的序列数据。以避免因大量非货币存款转化为 NOW 账户所导致的数据不可比问题（贝内特，1982 年；辛普森和威廉姆斯，1981 年）。

NOW 账户的加入，提高了 M1 的利率敏感性（黑泽尔和梅赫拉，1989 年）。其结果是，市场利率相对于 NOW 账户利率的变动，会导致 M1 的流通速度出现顺周期变化。在经济活动趋强时，M1 增速会下降（流通速度上升），同时利率上升。这意味着，M1 数量变化对名义需求预测的意义大大下降。通过使用移动平均数，可以更准确地了解美联储 1981 年的政策对名义需求增长的影响。

⑭在 5 月份的 FOMC 例会后，M1 增速开始下降。为避免借入准备金规模和联邦基金利率下降，交易办公室调低了 M1 增长目标，使其与实际总储备的减少相一致。6 月末，交易办公室不再随实际 M1 增速来下调 M1 目标。M1 增长乏力使借入准备下降，但并没导致联邦基金利率的下行。银行依赖贴现窗口的时间延长，让美联储将他们重新推回货币市场的压力陡增。而这使这种压力，拉大了联邦基金利率与贴现率之间的利差。

只有在 9 月，借入储备金下降才明显压低了联邦基金利率。到 10 月初时，实际准备金与目标路径间的缺口达到历史最高水平。11

月2日，将贴现率下调1个百分点的举动，就是针对这个缺口的首次政策调整。

⑮参见沃尔克在1981年8月FOMC例会上的评论（美联储理事会理事，会议笔录，1981年8月18日，第39页）。

⑯联邦基金利率下调的时间（第一个时间）以及随后债券利率上升的时间（第二个时间）分别为，1979年末和1980年初；1980年春和1980年夏；1981年初和1981年春；1981年末和1982年初。

⑰从以下交谈中可以看到，FOMC成员在政策目标上存在显著的分歧（美联储理事会理事，会议笔录，1997年2月4日，第74~75页）：

> 梅尔泽主席（圣路易斯储备银行）：有一些经济成本没有得到明确。这使我们在政治风险和这些未明确的经济成本之间的权衡，存在很大的不确定性。
>
> 格林斯潘：我认为货币政策就是政策行动本身。在我的经验里，没有证据表明，言论会产生什么实质性的影响……是我们怎么做，而不是我们怎么说，是真正发生作用的东西。

⑱在FOMC关于可信的通胀目标是否会降低牺牲率（即为降低通胀所需付出的失业成本）的讨论中，这个问题不时会跳出来。梅耶理事（美联储理事会，会议笔录，1996年7月2日，第57页）对这个问题持有典型的凯恩斯主义观点：

> 很显然，反通胀需要付出代价不菲的一次性成本，而没有任何证据表明，通过公开或法定的通胀目标来增强货币政策的

可信度就可以降低这个成本。

⑲格雷德（1987 年，第 680 ~681 页）的看法代表了来自民粹主义的政治压力：“沃尔克的焦虑很少被人提及……如果美联储放松货币政策，根据设想，债券投资者会感受到通胀威胁，并推高长期利率作为应对……因而，事实上是货币市场对通胀的敏感，最终引导美国政府的经济政策。期待一个更健康的经济的想法，却被少数利益群体的特定恐惧所阻碍。当投资者心理改善、长期利率趋于下降时……那时候美联储才会动起来吧。”

第 14 章

①图 4.5 列出了 1950 年之前的通缩恐慌时期同样高的实际利率。

②FOMC 通常是设定借入准备金目标，而不是直接地以联邦基金利率为目标。对于联邦基金利率目标，沃尔克保留有相机抉择的权利。纽约联储的所罗门主席（美联储理事会，会议笔录，1984 年 12 月 17 日，第 9 页）在例会中发言：“实践中，在请示……主席的情况下，有一个适度的弹性（联邦基金利率）范围。”在被问及 1984 年夏天高企的联邦基金利率时，波士顿储备银行的莫里斯主席（美联储理事会，会议笔录，1984 年 11 月 7 日，第 30 页）指出，FOMC 实际上有解决“借入水平导致实际利率大幅偏离委员会预期”情况的方法。沃尔克承认，联邦基金利率的确高于委员会预期，但考虑到货币增长迅速以及经济的乐观情绪，这一结果反倒是很合意的。

③笔录中写得很清楚，FOMC 例会的主要内容是讨论联邦基金利率决策，但沃尔克始终不愿意承认利率是事实上的政策性工具。

而且，尽管之前他明确表示，市场将看到美联储的紧缩措施，但他还是选择了相对模糊的态度，让其他成员提出紧缩的建议。

④沃尔克的演讲表明，他认为减少信贷创造是解决通货膨胀的必由之道。里根政府的赤字抬高了利率水平，也因此增加了反通胀的成本。在沃尔克看来，如果无法预知控制通胀所需的成本，美联储就不能公开承诺明确规则。

⑤沃尔克（1984 年 4 月 30 日，第 2 页）后来对演讲题目（“我们能在繁荣中生存”）进行了解释：“这是很值得探讨的问题——持续的经济复苏会带来什么？我们还没有在经济繁荣期间成功控制通胀的先例。在此意义上，我们能与繁荣共存吗？”

⑥因为需要卖掉资产组合中的国债才能对冲基础货币的增长，FOMC 始终担心是否能获得足够的担保物来支持未清偿的基础货币。FOMC 还担心是否要用贴现窗口来支持住房贷款银行对储蓄机构的贷款（美联储理事会，会议笔录，1984 年 8 月 21 日，第 3 ~ 4 页）。

⑦1985 年 8 月出现了一次小规模的通胀恐慌。1985 年，经济增长趋缓，FOMC 在 7 月例会后将联邦基金利率降到了 7.75% 左右。债券收益率从 1984 年约 14% 的峰值开始下降，在 6 月中旬和 7 月初最低到 10.25%。之后重新开始上升，并在 9 月初达到 10.75%。作为应对，FOMC 在 8 月至 10 月例会期间将联邦基金利率提升了半个百分点至 8%。

⑧这一稳定与 1960 年、1970 年和 1975 年几次衰退后的反弹相比，显得异常突出。

⑨1.25% 的生产增长率和 1% 的劳动力增长率下，产出的趋势

增长率为2.25%，由此带来的名义需求增长将通胀率推高到了4%以上。

⑩1980年，日本的经常账户赤字占GDP的2%，到1986年，经常项目盈余占GDP的4%。同一期间，美国经常账户从小规模盈余，变为经常项目盈余赤字占GDP的3.4%。

⑪沃尔克（1983年2月2日）逐条列举了美国银行业对发展中国家的各种指责。欧佩克以外的发展中国家欠美国最大9家银行的债务为603亿美元，其中，有一半是由阿根廷、巴西和墨西哥借的。这些国家的债务总量是其净资本的222%。

⑫沃尔克始终都习惯从汇率稳定的角度来考虑货币稳定问题。沃尔克（1994年，第150页）声称，在广场协议前，他“多次请求……就联合干预达成协议”。

⑬关于该时期的政治经济状况，参见船桥（Funabashi，1988年）、沃尔克和行天丰雄（1992年，第248～258页）、詹姆斯（1986年，第433～453页）、上田（Ueda，1993年，第264～265页、第207～209页）、泽本和市川（Sawamoto and Ichikawa，1994年，第94～96页）和所罗门（1999年，第21～29页）。

⑭行天丰雄（沃尔克和行天丰雄，1992年，第251页）写道：“在发现美元贬值……没有带来期待的快速改善国际收支的效果后，他们（美国政策制定者）将关注的重点转向了1986年5月东京峰会和1987年2月卢浮宫会议的宏观经济政策讨论。”

⑮参见，如沃尔克（美国国会，1985年7月17日，第54页）。

⑯供给学派本可以再迈进一步，将美元与黄金绑定到一起。

⑰沃尔克（沃尔克和行天丰雄，1992年，第231页）谈到

“当交易员试图度过一轮趋势时，就会出现例外和‘便车’效应”，以及市场“对合理的汇率已失去了实际的感知。”众议员里奇在沃尔克最后一次国会听证时发问，他（沃尔克）在确保非通胀式增长时，是否有偏好的货币政策模式。沃尔克的回答是，他（沃尔克）倾向于更关注汇率稳定的政策体系（美国国会，1987 年 7 月 21 日，第 32 页）。此后，沃尔克（2003 年，第 35 页）强调了汇率稳定的重要性：“政策制定者必须知道，合理的汇率区间应取决于哪些因素……否则，如果领会不到合理的汇率区间……市场只会将汇率波动推向极端。这就是市场的逻辑。我在想，如果政府可以就其认可的中间值给出合理的指示，市场可能会给予足够的重视。”

⑱后来，沃尔克（沃尔克和行天丰雄，1992 年，第 283 页）对财政部部长贝克做出这一承诺时的“坦率”提出了质疑。

⑲行天丰雄（沃尔克和行天丰雄，1992 年，第 271 页）写道：“（美国政策制定者）以美元贬值为勒索、以贸易保护为威胁，完全无视美国在纠正财政过度……失败中自身应承担的责任……（这些压力）导致了一种沮丧和不信任的情绪。”

⑳下面这种评论很常见（《华尔街日报》，1987 年 4 月 6 日）：“投资经理担心，美元走低会意味着更高的通胀率，因为进口价格会大幅上升……还有……外国投资者可能会抛售美国证券。”

㉑《华尔街日报》（1987 年 10 月 26 日）的一篇文章援引了标准普尔《展望》编辑在股市下挫前的一个说法，即外资买入是“逗狗的那条尾巴。正因为此，投资者今年收入颇丰，而且对市场未来继续上扬颇有信心。”这篇文章引用了外资买入股票的数据，“海外投资者去年创纪录地净买入 189 亿美元的美国股票，是之前

1981 年历史最高值的 3 倍还多。而今年上半年的买入量就超过了 1986 年全年，外资净买入规模达到了 200 亿美元。”

㉒在加息过程中，沃尔克与日本银行保持着密切合作。“沃尔克及其同事认为，解决美元困境的最佳方案不是美联储实施紧缩，而是美国的主要贸易伙伴……降息……这也是日本首相中曾根康弘（Yasuhiro Nakasone）在 4 月 30 日宣布降息背后的原因。同日，沃尔克宣布美联储转向紧缩……为了敦促东京和波恩协调行动，美联储准备……用美元汇率来要挟。美联储很清楚，如果美元汇率下跌，日本和联邦德国等出口导向的经济体将会受到很大的伤害。”（《华尔街日报》，1987 年 5 月 19 日）1987 年 5 月 1 日，日本和美国发布了协调公报，旨在阻止美元汇率的下滑。

㉓纽约联储主席杰拉德·科里根（美联储理事会，会议笔录，1987 年 5 月 19 日，第 20 页）说道：“实际的或预期的通胀率上涨……半个点甚至可能是 1 个点。”

㉔为了避免美元贬值，1986 年，美联储与联邦德国联手调低了贴现率（沃尔克在美国国会，1987 年 2 月 26 日，第 83 页）。

㉕预算办公室主任“詹姆斯·米勒说他‘担心’……美联储反应过度可能导致经济衰退……很明显，他们（美国官员们）想避免因实现该目标（物价稳定）而导致的利率大幅上升。相反，他们……期待日本和联邦德国……降息……美国一直主张……解决全球贸易失衡做好的办法，是波恩和东京采取刺激性政策并进口更多商品。”（《华尔街日报》，1987 年 4 月 17 日）“根据一位美国高官的说法，美联储正在避免推高本国利率，因其不愿意放松对日本央行放松信贷的压力。”（《华尔街日报》，1987 年 4 月 22 日）

㉖1987 年 8 月 18 日，《华尔街日报》的头条标题为，“美元跳水触发通胀恐慌，债市应声大跌”。《纽约时报》（1987 年 9 月 3 日）报道：“在一波又一波抛压中，债券价格再次跳水……交易商一直在讨论的话题是，恐慌正在持有美元资产的投资人中迅速蔓延。”在 FOMC 简报中，唐纳德·科恩（美联储理事会，会议笔录，1987 年 9 月 22 日，第 1 ~ 3 页）提出，美元贬值之所以导致债券利率上扬，一是因为通胀预期上升，二是因为美元贬值会进一步抬高业已强劲的总需求。他认为情况与 1986 年正相反，当时美元贬值的经济背景是“经济疲软、失业率高启和持续的通货紧缩”。

㉗贝克还驳斥了对削减赤字方案的期待。当被问到“120 亿美元的增税方案中，是否有里根总统不愿接受的条款，”他回应道，“我可以确定、一定以及肯定地告诉你，答案是没有。”（《华尔街日报》，1987 年 10 月 19 日）。

㉘这一节引自 1999 年 12 月 18 日与安·玛丽·缪兰德克的谈话。她在 1987 年任职于公开市场交易办公室。

㉙根据实际和预期经济增长正相关，实际和预期通胀率正相关的假设，与货币控制一致的名义利率（自然利率加上预期通胀率）和名义产出增长呈正向变化。

㉚从 1983 年至世纪末，多数时间里，消费物价指数通胀率（扣除食品和能源）都保持在 5% 至 3% 的范围内。实际 GDP 的年化增长率则从 1964 年第 1 季度至 1982 年第 4 季度期间的 4. 3%，跌落至 1983 年第 1 季度至 1999 年第 4 季度期间的 2. 3%。

㉛不同的贴现率对市场利率有着不同的影响，具体参见库克和哈恩（1988 年）。

㉜载于纽约联储每两周发布的“公开市场操作和证券市场发展”。在FOMC例会之后，公开市场交易办公室根据其对决议的理解，开始对联邦基金利率实施调整。

㉝美联储理事会在1984年停止使用滞后准备金算法（LRA），而采用同步准备金算法（CRA），之后在1998年，再次启用时差准备金算法。在用联邦基金利率作为货币政策工具的情况下，选择哪种法定准备金计算方法没有实质性的差异。其原因在于，一旦FOMC设定了联邦基金利率的目标，美联储将按照这一利率水平无限制地供给准备金。只有当FOMC想控制准备金数量，而将短期市场利率交由市场决定时，同步准备金算法才会更加适用。

㉞新一届美联储理事会任命了普雷斯顿·马丁（Preston Martin）、曼利·约翰逊（Manley Johnson）、韦恩·安吉尔（Wayne Angell）和玛莎·塞格尔（Martha Seger）。瓦格斯（Wags）称他们为四人帮。

第15章

①关于FOMC例会的描述，参见前理事迈耶（2004年，第2章）。迈耶（2004年，第48页）写道：“如果真给（FOMC）成员机会在例会上全面讨论政策并做出决定，而不是简单接受主席建议的方案，这些成员可能会感到很迷茫。”为了推动政策放松，格林斯潘做了一个详尽的发言。其他人只剩了差不多1分钟的时间来回应。即便某人足够快，可以发表不同意见，但可以用于讨论的也非常有限。没有互动讨论，自然就无法挑战主席的逻辑了。基本上，（FOMC）成员只能要么同意要么反对联邦基金利率建议。投反对

票的代价很大，因为超过 1 个或 2 个成员反对，会向公众传达 FOMC 内部存在分歧的信号。

②格林斯潘认为，只有在生产力提高幅度足够大，能使实际工资维持一定的增长速度的情况下，价格稳定、在政治上才是可以接受的（第 18 章）。

③这个讨论是必要的，因为主席需要代表 FOMC 就参议员麦克（Senator Mack）的提案（授权美联储实现价格稳定）发表意见。格林斯潘（美联储理事会，会议笔录，1996 年 7 月 2 日，第 72 页）在 FOMC 例会上称："如果 2% 的通胀率数字从这个房间传了出去，会给我们带来的麻烦，远超我们任何人的想象。"格林斯潘自己也没有签署具体数字。

④1989 年，在针对众议员尼尔（共和党议员，北卡罗来纳州）议案的听证会上，格林斯潘（1989 年，第 798 页）赞同从预期角度对价格稳定所做的界定（H. J. Res.，第 409 页）。尼尔的议案要求美联储在 5 年内实现零通胀。格林斯潘支持决议，但要求把其中的用词改为"当个人和企业在进行决策时，不再把预期价格变化当作考虑因素之一，就可以认为通胀已经消除"。该发言记录于《国会记录》，第 101 届国会第 1 次会议，第 135 卷，第 106 号，1989 年 8 月 1 日。关于用词的出处，作者得自于 1991 年 7 月在国际经济学会议上与玛莎·塞格尔主席的一次谈话。

⑤格林斯潘（美国国会，2004 年 2 月 25 日，第 29 页）在国会作证指出："我们知道，物价指数的编制存有明显的偏差，价格实际稳定时的物价指数可能大于零，偏差幅度在 0.5% 至 1% 之间。"在 2000 年 1 月 28 日的蓝皮书中（第 11 页），美联储经济学家用

FRB/US 模型进行了一次模拟，在其中，“价格稳定的状态下，核心个人消费支出通胀率为 0.75%，与物价指数编制误差大致相当。”

⑥1988 年 2 月的绿皮书认可了美联储经济学家有关趋势增长预测的一个论断。假定预测的失业率稳定在 5.8%，与之相一致的 2.8% 的实际 GNP 就代表着增长趋势值。

⑦1991 年经济复苏中，FOMC 面临的情况与 1958 年经济复苏类似，都担心黄金外流使短期利率不会降得太低。在 1991 年的经济复苏中，FOMC 的加息幅度远不及 1983～1984 年经济复苏，但仍成功地抑制了通胀预期的上涨，这意味着货币政策的可信度得到了改进。

⑧这一结果依赖于新凯恩斯主义模型的前瞻性预期假设，在这类模型中，影响菲利普斯曲线的是预期而非实际的通胀率。

⑨非农劳动力的生产率提升为每年 1.4%。

⑩1996 年 7 月的 FOMC 例会上，耶伦理事敦促格林斯潘同意 FOMC 将 2% 作为通胀率目标。

⑪1997 年引入 TIPs（抗通胀国债）后，名义国债和 TIPs 的收益率差（通胀补偿）逐渐成为 FOMC 最重要的度量预期通胀率的指标。

⑫只有在确定经济步入可持续的复苏进程，FOMC 才会在一系列降息之后转而抬升联邦基金利率。这样可以避免因经济重陷困境，而使政策再次改弦易张。这种情况极容易招致批评，人们会认为是美联储操之过急，破坏了经济复苏。

⑬先发制人式的政策遭到了民粹主义的抨击。比如，联合经济

委员会（美国国会，1994 年总统经济报告，第 40 页）就强调 1993 年单位劳动成本增长率仅为 0.8%，并得出结论“在通胀方面，近期没有任何变化可以用来支持美联储的……加息”。

⑭从 1991 年以来，货物和服务的国际收支差额加大，使实际 GDP 增速低于实际支出增速。1998 年，前者为 3.9%，后者为 5.1%。

⑮这些数字是“美国经济季度概览”表中 12 个月度预测的平均。1996 年 1 月前，使用的是固定权重的 GDP 平减指数。此后，其为连锁加权的国内生产总值 GDP 平减指数。专业预测调查显示，通胀预期会在 1995 年中开始下降。1992 年、1993 年、1994 年和 1995 上半年，预测均值为 2.9%。1995 年下半年和 1996 年，均值为 2.5%，1997 年和 1998 年，预测均值分别为 2.3% 和 1.9%。

第 16 章

①实际状况更加糟糕，因为汇率高估大幅压低了墨西哥的物价水平。1990 年第 1 季度至 1994 年第 3 季度之间，墨西哥的 M1 增长了 4.4 倍。

②1992 年至 1993 年，中央银行还将汇率维持在 3.1 比索兑 1 美元的水平。1994 年初，则让比索贬值到了安第斯条约设定的汇率区间下限。该下限允许比索一年内贬值 4.6%。从 1993 年初带 1994 年 12 月赛迪洛的就职典礼，比索贬值了近 10%。

③贾梅·塞拉·普切是赛迪洛总统上升后的第一位财政部部长，他承诺将延续萨利纳斯政府的汇率政策。但做出这一承诺后不久，由于销售美元指数挂钩的债券（Tesobonos）招致批评，普切将

比索贬值了13%。2天后，1994年12月22日，墨西哥被迫让比索浮动。到1995年初，比索又下跌了40%。

④美联储有用互换额度向墨西哥央行提供贷款的历史。此外，美国财政部还通过汇率平准基金的换仓（Warehousing）来向墨西哥提供资金。（换仓是一种交易安排，美联储给财政部美元，以换取汇率平准基金持有的外国货币）这些活动，都没有得到国会的明确授权。考虑到《联邦储备法》起草者们笃信真实票据理念，美联储向外国央行或是直接向财政部授信的行为，在法律层面恐怕很难得到支持。在1962年换仓刚开始时，国会并不愿意授权这一交易。FOMC认为，从外汇交易的角度看，外国央行和财政部与货币市场中其他参与者并无区别。这一解释，成功说服国会，并获得了授权。（黑泽尔，1996年）。

⑤IMF总裁，米歇尔·康德苏，承诺IMF将承担部分向墨西哥的贷款，但没有在董事会上获得通过（《纽约时报》，1996年4月2日）。安妮·克鲁格（1998年，第2014页）写道："会前并没有向执行董事们发最低告知（这样他们可以在投票前与其政府沟通），一些欧洲国家的执行董事直接弃权以示抗议。"178亿美元的贷款规模也远远超过了IMF指引规定的额度。根据规定，IMF贷款限额为一国的配额减去其未偿还贷款的1.5倍，照此计算，墨西哥只能贷30多亿美元。

⑥这些数据来自纽约联储每季度发布的《公共政策评论》（*Public Policy Review*）。

⑦卡洛米利斯（1998年）指出，全球盛行的不许失败的政策，产生了强烈的逆向激励，不止于道德风险的范畴。如果资金提供者

最终承担违约风险，那么新兴市场国家要获得资金，就不仅需要提供高利率。在这种情况下，新兴市场国家只有加强产权保护，才能确保获得发达国家的信贷额度安排。

⑧数字来自格伦威尔（1998 年，图 2 和图 7）。

⑨莫雷诺、帕萨迪拉和雷梅罗纳（1998 年，表 2）的记述表明，亚洲小虎在危机前向外国银行的短期借急剧增加。从 1994 年至 1997 年中，以占 GDP 的百分比为度量，韩国对外借款从 9% 增至 16%，泰国从 19% 增至 29%，印尼和马来西亚从 11% 增至 17%，菲律宾从 4% 增至 10%。1997 年 11 月底时，韩国外债总额为 1569 亿美元，其中，国内银行借款为 1155 亿美元（占比 73.6%）。根据韩国银行（Bank of Korea）的统计，在 1997 年 12 月初 IMF 前 3 周内，外国银行撤出了 130 亿美元（梅林，1998 年，第 86 页）。与之相反，台湾地区不是 IMF 成员，没有接受国际救助的资格。也正因为此，其短期银行借款仅从 7% 小幅上涨至 8%。1998 年，台湾地区的经济增速约为 5%，成功经受住了金融风暴的考验。

⑩鉴于俄罗斯债务违约之后新兴市场债的利差明显加大，德尔·阿里西亚（2006 年，第 1690 页）总结认为：“1998 年前，官方在危机时期提供的贷款，大大降低了持有新兴国家债的实际风险。”

⑪一个小案例表明，改革进程不一定会来得很快。IMF 试图说服印尼停止将丁香垄断授予苏哈托的一个儿子。而早在 200 多年前，亚当·斯密在《国富论》（1973 年，迦南版，第 600 页）就曾批评过荷兰东印度公司对印尼丁香的垄断。

⑫信贷分配的产生的根源，在于资金配置的非市场化。在这一案例中，美联储未投保存款人的债务也转移给 FDIC 来处置。因为

银行支付给FDIC的保费被纳入一般性联邦政府收入，而FDIC的赔付也被列为政府支出，美联储的上述行为，实际上是把破产银行的债务转嫁给了纳税人。

⑬IMF定期向成员国分配特别提款权，是汇率稳定基金持有的资产之一。

⑭1988年至1989年，美国财政部、美联储与其他央行联手进行了外汇干预，以避免美元过分走强。1987年12月，美元兑马克汇率为1.6。1988年5月，美元兑日元汇率为125。1989年9月，美元对马克汇率上升到1.95，兑日元则升值到145。考虑到美国庞大的经常账户赤字，政府对美元升值异常担忧，为此，政府和美联储开始在市场上买入马克和日元。

美联储和汇率平准基金在市场上分头买入。汇率平准基金手中的美元一旦告罄，就通过换仓或转卖其持有的特别提款权，来从美联储获得追加的美元资金。1989年，美联储的外汇交易增加了约230亿美元外汇储备，超过了当年的新增货币量。作为对冲，美联储净出售了约100亿美元的政府债券。

美联储账上的特别提款权从1988年底的50亿美元增加到1989年底的85亿美元。1989年，美联储和财政部的换仓交易从0上升到70亿美元。美联储货币化了汇率平准基金持有的特别提款权，而汇率平准基金则用获得的美元去购买生息资产，这永久性地扩大了汇率平准基金的资产规模。（见施瓦茨，1997年，特别是表1。）

特别提款权的数字取自《美联储公告》中的美联储资产负债表。美联储换仓数据来自纽约联储《季度评论》的“财政和美联储外汇操作”。

布罗德斯和古德福里恩德（1995 年）对这种干预提出了批评，他们认为这会向公众发出互相矛盾的政策信号。在这一案例中，美元之所以走强，是因为 FOMC 在 1989 年 5 月为控制通胀而将利率提高到了 10% 左右。而与此同时，美联储又在外汇市场上大量卖出美元以压低美元汇率，FOMC 在两个市场上（货币市场和外汇市场）传达着截然相反的政策立场。卡明斯基和刘易斯（1996 年）也提出了类似的观点。

⑮例如，1989 年 9 月，墨西哥向美联储提取了剩余的 7.841 亿美元的互换额度。同时，其也向外汇平准基金动用了 3.841 亿美元的互换额度。相关数字来自纽约联储《季度评论》中的“财政和美联储外汇操作”。

美联储并没有失去这些资产的利息，只是变成了比索计价资产的利息收益。美联储之所以可以和墨西哥央行进行这种贷款交易，其关键在于后者掌握着铸币收益，不用担心偿还问题。

⑯还可参见布罗德斯和古德福里恩德（1995 年）、古德福里恩德（1994 年）、古德福里恩德和金（1988 年）、黑泽尔（1997 年）、和施瓦茨（1992 年）。

第 18 章

①另外，格林斯潘（1990 年 4 月 24 日，第 5 页）评论道：“如果经济结构是不断变化的，我们就不可能获得足够的观测值……来准确估算计量模型的参数。”

②关于相机抉择，参见格林斯潘（2004 年 5 月；2005 年 8 月 26 日，第 3 页）。关于通胀预测，参见格林斯潘（美国国会，1997

年3月20日，第1页）。

③格林斯潘（2005年11月3日）在国会作证时称："低通胀……可归因于显著的创新……这……加快了生产率增长的速度，抑制了单位劳动成本的上升，缓解了通胀压力。其结果是形成了低价格和稳增长的良性循环。抑制通胀的主要力量来自于……前苏联、东欧国家和中国融入国际市场……新进入者……限制了单位劳动成本的上涨……并有助于控制通胀。"科恩（2004年，第180页；2005年，第33页）表达过同样的观点。与之相反，沃尔克将通胀归因为货币增长过度，可以由美联储来控制。

④更具体地说，这个问题的实质是，当资产价格变动影响到实际产出时，政策制定者是否应该做出直接或间接的反应。

⑤也可参见格林斯潘（美国国会，1997年2月26日，第10页）。

⑥格林斯潘（2005年9月27日，第5页）说道："在1990年代后半段，在我们看来，要用很激进的政策，才能扭转人们因生产增长率超常增长而形成的过度乐观情绪……而这有可能触发一轮严重的经济衰退……另一个选择是坐等促成经济繁荣的因素耗尽。我们认为，目前看来，后一种选择相对保险。"

⑦布林德和雷斯（2005年）完善了格林斯潘对风险管理的表述。他们列出了一张包含4类宏观经济风险和5类金融风险的表，并建议FOMC根据各种风险组合判断，来相应调整联邦基金利率。

⑧出于对道德风险的担忧，中央银行不愿明确表述达基于资产价格表现的政策规则。

⑨也可参见格林斯潘（美国国会，1994年1月31日，第17

页）对20世纪70年代“长期高利率”的讨论：“通胀预期是影响实体经济表现的重要因素……一般说来，通胀与生产率增长是负相关的。”

⑩1994年后，失业平均持续的时间，以及失业工人非自愿离开上一份工作的比率，都在稳步下降。

⑪格林斯潘（美国国会，1999年2月24日，第61页）在国会作证时说：“我们目前的相机抉择政策在很难像上世纪的金本位一样锚定长期价格水平。”

⑫格林斯潘并没有一个将实际变量（失业率和实际工资）和名义变量（名义工资和通胀率）统一到一起的理论框架。实际变量对那些独立于货币政策的名义变量没有任何影响。正如弗里德曼（1968年）和卢卡斯（1972年）所主张的，实际－名义变量之间的关联，高度依赖于人们对货币政策的预期。

第19章

①1870年至2002年间人均实际产出的趋势线（实际GNP除以美国总人口），与图19.2所示趋势增长率几乎相同。

②1999年，实际设备投资占GDP的比重从20世纪80年代的平均6%，上升到10%以上。信息处理和软件行业的产值占到GDP比重为6%。

③理论模型认为，经济增长加快，以及人们对资本市场的乐观，会导致实际利率上升。在1997年5月的FOMC例会上，布罗德斯主席（里士满储备银行）对生产率提高情况下无须用加息来应对通胀的观点，进行了质疑。他指出，人们对未来越乐观，抑制总

供给需求所需要的实际利率应越高。（也可见布罗德斯，2004 年）

④参见 FOMC 在 2000 年 6 月 28 日例会后发布的新闻稿，以及格林斯潘的论述（1999 年 5 月 6 日）。

⑤1995 年，新闻报纸不时会发一些悲观的文章，感慨孩子们未来的生活质量将低于父辈的水平，实际工资增长停滞可能会让工薪阶层陷入贫困。但仅仅在 5 年后，新闻报纸又开始大肆渲染新经济的诞生。《华尔街日报》（2000 年 1 月 1 日）指出，世界进入了一个前所未有的富足时代，稀缺已不复存在。

⑥这种不确定性，也体现在标普 500 指数的高市盈率与 10 年期国债收益率的反差中（图 14.5）。这些观点大都来自我前同事马文·古德福里恩德。

第 20 章

①从历史数据来看，因为指标构造上的差异，CPI 比 PCE 平减指数要高 0.4 个百分点左右。因此，将 TIPs 的补偿率减去这一数值，就可以得到一个预期 PCE 的测度值。《货币政策报告》（*Monetary Policy Report*）中使用的是核心 PCE 数据，表明 FOMC 更偏好用 PCE 作为衡量通货膨胀水平的指标。

②格林斯潘认为，实现经济稳定的根本，在于管理投资者在乐观情绪和悲观情绪之间的摇摆，而不是让价格体系自行发挥效力。也正因为此，他迅速抛出降息方案，以避免金融市场的信心危机（第 18 章和第 19 章）。

③这些担忧隐含的假设是，在短期利率为 0 的情况下，通过买入非流动性资产来创造货币供给，并不能刺激名义需求总量。本章

附录“日本的通胀紧缩和中央银行货币创造”介绍了日本的通缩经历，也提到了货币政策在利率为0无效的观点。还可参见第3章第4节。

④尽管大多数观察者认为，美联储对通缩表示不安意味着其至少会减息50个基点，但FOMC内部仍存在担忧，认为这么大的调整可能会传达出对经济过度悲观的信号。“一些成员指出，过大幅度的降息可能会被误读，使人们感受到的政策制定者对经济前景的担忧程度，超过了实际情况。”（美联储理事会，FOMC纪要，6月24~25日；2003年报，第192、186页）

FOMC试图在不调整联邦基金利率的情况下改变收益率曲线，结果导致了债券价格的大幅波动。《金融时报》（2003年8月12日）写道：“它们（10年期债券收益）最近大起大落，导致了很大不确定性，对金融市场造成了一定的破坏。”《华尔街日报》（2003年7月24日）写道：“遍体鳞伤的交易员大加抱怨，认为美联储在对通缩担忧的程度上严重误导了市场。”

⑤“成员们当时还没看到讨论非传统货币政策实施路径的需要”（美联储理事会，FOMC纪要，6月24~25日，2003年）

⑥例如，产出缺口（实际产出与产出趋势之差）在1994年至2000年间大于零，与此同时通胀率温和下降（图19.1）。通货膨胀在2003年的短暂下行，可能是2000年至2001年中期短暂货币紧缩的结果（第19章）。

⑦伯南克（2003年，第5~7页）列举了4种决定通胀的因素：经济放缓；通胀预期；供给冲击和通胀持续性。他评价道，“经济放缓，是导致进一步通缩的最大诱因”，他还警示，生产率高

速增长可能意味着“经济实际下滑程度比估计的更严重，这种情况下，最开始的通缩压力可能会更强”。

⑧参见第4章第4节的相关讨论；古德福里恩德（2000年）；和沃尔曼（1998年）。

⑨古德福里恩德和施瓦茨（1963b）发现，把货币作为独立变量时，货币加速和减速对名义支出的影响大概会滞后2或3个季度。在扩张－紧缩交替时期，货币供给对名义支出的影响相当显著。利用货币供给数据，可以相当准确地预测名义支出（图23.2）。

⑩FOMC在5月开始偏离1%的联邦基金利率目标，并声明的措辞从“委员会认为，可以耐心地退出政策宽松”变为“委员会认为，宽松政策的退出指日可待”。

第21章

①有政策具有可信度的情况下，通胀预期稳定不变，但货币政策仍须提供一个名义锚。公众必须相信，如果通胀趋势偏离目标，FOMC必然会做出反应。由此，政策演变为下述货币规则。

趋势通胀率

方程（1）用趋势通胀率π_t^{TR}替换了预期通胀率π_t^e。如果趋势通胀率与目标不一致，公众相信FOMC将提高（或降低）联邦基金利率（如，通胀率偏差值的0.125倍），直到趋势通胀率回归目标值。同样，要资源利用率仍在上涨（下跌），公众必然期待FO-MC持久地提升（或降低）联邦基金利率。I_t^{RU}是用来表示资源利用率是否持续上涨或下降的指标。如果资源利用率在上升，其采用

的值为1，如果下降其采用 -1，否则其采用0（黑泽尔，2006年）。

②如方程（1）中所示，FOMC把产出缺口定义为经平滑的实际产出与潜在产出增长率之差，并且只对持久性的产出缺口做出政策反应。这种反应模式，可以避免了联邦基金利率调整在短期内出现转向。不过，不在经济复苏之初就提高利率，而是等到明显可持续的增长出现之后，FOMC对联邦基金利率调整具有一定的黏性特征。在这种情况下，政策可信度至关重要，因为利率的期限结构在经济复苏之初就开始抬升。

③关于实证研究的证据，参见梅赫拉（1999年、2001年）。

④自然利率是指，与完全价格弹性下，与市场供求均衡相一致的实际利率。在这个利率水平下，可以让价格体系充分发挥其应有的效力。

⑤这是各国央行共有的一个特点。例如，英格兰银行货币政策委员会成员，兰伯特（2005年，第60-61页）就曾写道："比起大幅、冒险的举措来，货币政策委员会更喜欢小幅的利率调整……之所以这样，是因为货币政策委员会认为，除非其至关重要，应尽量避免用剧烈的调整惊扰市场。"FOMC的情况，参见普尔（2007年），他强调，让联邦基金利率变动与市场预期变动保持一致是最合意的做法。

⑥对于1982年之后的时期，欧菲尼德斯（2003年c）发现，在解释联邦基金利率变动方面，增长缺口比产出差距的效果要更好。

⑦经济学家已经证明，估计实时的产出缺口是不可能的。对美

国的研究，参见克劳肖和斯塔克（1999 年）、科兹奇（1999 年）、欧菲尼德斯（2002，2003 年 a，2003 年 b），欧菲尼德斯和范·诺登（2002 年），以及朗克尔（1998 年）。对日本的研究，参见库特纳和博森（2004 年）。对英国的研究，参见尼尔森和尼科洛夫（2003 年）。对欧洲地区的研究，参见米切尔（2003 年）。斯泰格尔、斯托克和沃森（1995 年）以及金、斯托克和沃森（1995 年）证明，对自然失业率估计并不准确。张（1997 年，第 12 页）总结道："在实践中，非通胀加速失业率（即自然失业率）概念，对政策目标毫无作用。"

梅赫拉和明顿（2007 年，图 1）提供的证据表明，对当期产出缺口的估计也是不准确的。他们根据国会预算办公室 2006 年制作的数据和当期数据，绘出了产出缺口的预测值。对 1991 年至 1992 年的经济复苏期，当时估计的负产出缺口比 2006 年的计算差了 2.5 个百分点。假设使用泰勒规则，用后来更准确的数字，并给予产出缺口 0.5 的相关系数（泰勒，1993 年），这个"无就业复苏"期间的合意联邦基金利率本可以再高 1.25 个百分点。(第 15 章)。

⑧翻遍 1983 年至 2000 年期间提供给 FOMC 的各种记录和经济学家预测材料，很少看到有产出缺口的信息。前一个年份（1983）是 FOMC 开始现行政策程序的时间，后一个年份（2000）是因为 FOMC 例会记录的解密需要经历 5 个完整日历年。在 1988 年、1992 年、1993 年和 1994 年，FOMC 例会材料中各有一次提到产出缺口，1995 年和 1996 年则各有 3 次出现。在 FOMC 例会讨论中，只有两次提到了产出缺口。其中，耶伦理事在谈及泰勒规则时提到过一次（1995 年 2 月 1 日例会），墨斯克主席（芝加哥储备银行）在一次

长篇大论中也提到过一次。1999 年，有好几次例会提到了产出缺口，但都是在讨论菲利普斯曲线可能高估通胀率的话题中被一带而过。虽然美联储经济学家在预测通胀时用到了产出缺口，但在此期间，从未明确给出过产出缺口的估计值。与之相反的是，基于产出缺口的“可持续”概念（被视为经济增长合意的特征）则无处不在。例如，2004 年 1 月 28 日 FOMC 例会发布的声明提到：“FOMC 追旨追求合意的货币、金融环境，以实现价格稳定和产出的可持续增长。”

9. 在 1996 年以后，生产率增长趋势变得不确定，使原本可靠的增长趋势预测不再有效，这一事实变得尤为重要。直到 1990 年代的后半期，经济预测界对增长趋势的构成存在共识，由此而得出的预测被广泛接受。在这一时期，劳动年龄人口增长趋势和劳动力参与率趋势，决定着劳动力增长趋势。此外，在人均产出增长率趋势方面，大家也有相似的观点。例如，艾伦（1997 年，第 1 页）评论道：“传统观点认为，每年的潜在增长率……在 2% 至 2.5% 之间。这个区间意味着，劳动力增长率约在 1%，劳动生产率增长则在 1% 至 1.5% 之间。”

⑩虚线反映了 1995 年后潜在产出增长率的上升轨迹。也就是说，如果失业率不下降，产出本可以增长得更快。（x 轴向右偏移与拟合线的交点。）

⑪之所以难以就货币制度本质达成共识，根本原因在于同时性问题。理论指导了经验规则的选择，而经验规则又影响着理论的选择，二者孰先孰后，殊难区分。本书用来打破这一难题的方法，就是到历史文献中去考察，一个理论对政策发展变化的预测效果究竟

如何。在过去一百年中，货币政策发展变化包括从金本位转变到真实票据理念，再到战时利率挂钩，然后是战后在控制失业和控制通胀之间的宏观稳定政策，等等。

⑫参见，如，斯文森（1997 年）。

⑬例如，1993 年末和 1994 年初，联邦基金利率对经济变化的反应存在滞后（第 15 章和图 14.6）。

⑭观察值的日期对应着 FOMC 例会。我用绿皮书的数据来代表 FOMC 例会可获得的每月失业率的最后变动。联邦基金利率序列数据则得自 FOMC 例会调整，参见图 21.2 中所示。

⑮即便此处的观点是正确的，即 FOMC 的准规则程序，使联邦基金利率调整与自然利率保持一致，并将失业率的决定交由市场。但联邦基金利率变动和经济活动强弱的相关性，还是传达出 FOMC 在管理整个经济的印象。作为决策者，说就业率应取决于市场力量，在公众看起来多少有些冷酷无情。同样，货币政策对反映预期通胀的债券利率上涨做出反应，在大众看来，可能会认为美联储将债券投资人的利益放到了美国劳动人民之前。

⑯将通胀率降到一定程度之下，可能会在短期内造成失业率的过度上升。理性预期观点认为，要预测公众对中央银行政策的反应，首先要求中央银行的政策是可预测的。否则，就不可能预测货币政策对产出的影响（卢卡斯，1980 年）。相反，凯恩斯主义观点则假定，控制通胀所面对的牺牲率是固定的。

⑰在格林斯潘任职期间，主要例子是 1990 年 7 月经济周期峰值后的“无就业复苏”。

⑱史蒂夫·亚历克洛德当时是美联储理事会研究统计部的副

主任。

⑲要检验稳定通胀预期假设是否成立，需要观察货币政策是如何影响实际和预期通胀的。一个反例来自英国。1997 年，英格兰银行获得了调控银行市场利率的权利，以实现 2% 的通胀目标。从 1997 年第 1 季度至 2005 年第 4 季度，通胀率的季度自相关性（RPI）为 -3.4，年自相关性为 -0.1。在这一期间，稳定的正向通胀预期逐渐趋于消失。

⑳例如，为 2006 年 5 月 1 日《蓝筹金融预测》（*Blue Chip Financial Forecasts*）预言，从 2006 年第 3 季度起，实际 GDP 将以 3% 左右的速度增长。

㉑2002 年初至 2005 年底期间，美元对其他主要货币（欧元、加元、日元、英镑、瑞郎、澳元和瑞典克朗）的实际贸易加权汇率下跌了约 20%（圣路易斯《国际经济趋势》）。

㉒对于政策制定者来说，比“透明”更好的工具是“沟通”。政策制定者如何权衡通胀与失业？国会授予美联储管理货币制度职责，却没有给它实质性权力。美联储有责任解释其创造的货币标本位的实质，但不借助新古典经济学的规范语言，它始终无法做到这一点。

㉓想要持续使美元贬值（提高价格水平）的意愿考验着央行的独立性。沃尔克（2006 年 9 月 20 日，第 12 页）辩称：“通胀会侵蚀公众对政府的信任。政府有责任维持货币的内在价值。”货币政策由国会管理，并将其托付给独立于政府的中央银行，主要原因是为了防止政府在没有明确立法的情况下，滥用铸币税来增加税收（黑泽尔，1997 年）。维持价格稳定，是保持货币政策非政治化的

重要底线。

㉔在伯南克之前，美联储主席不参与提交给国会听证的预测的讨论。绿皮书的预测可能更好地反映他（格林斯潘）对可持续产出增长的估计。格林斯潘（美国国会，1992年2月25日，第23页）对汉弗莱－霍金斯的预测进行了评论：“我不是很在意那些数字。我更加赞同联储经济学家（对实际产出增长）的估算，因为我参与这个估算过程。”

㉕这些话包含在FOMC秘书交给FOMC会成员的说明中。

㉖沃尔克（美国国会，1983年7月28日，第283页）评论道：“这些推测反映出一个观点，什么样的结果是既可行又能被接受的……否则货币政策目标将会改变。”

㉗这些预测都是针对该日历年度。该年下半年可持续增长率等于，全年趋势区间的中值除以用绿皮书对上半年的预测所得到的年化增长率。

㉘在FOMC例会前的一通电话中，美联储经济学家向地方储备银行主席转述了这条路径的数值。对此，绿皮书中有一段简要描述。

㉙黑泽尔（2006年）用的是第一个代理变量。

㉚2000年，欧洲央行（ECB）讨论发布自身及各成员银行经济学家做出的通胀率预测。讨论中提出了一个显而易见的问题，即中央银行对通胀率进行“预测”，而通胀率又是其要追求和控制的变量。从欧洲央行的经历来看，中央银行不能预测偏离其目标的通胀水平。否则，预测通胀率高于中央银行的目标，可能会使工会或债券投资人作出不恰当的决策。（《金融时报》，2000年10月3日）

㉛对于通胀缺口而言，真实值和目标值与增长缺口的计算方法类似。真实值是绿皮书中的同期季度通胀率预测值，目标值则是长期预测值。1988 年，通胀率测量用的是隐性 GNP 平减指数。1989 年至 2000 年 5 月，用的是核心 CPI（扣除食品和能源）。此后，用的是扣除食品和能源的核心 PCE 指数。

㉜用代理变量预测增长缺口和通胀缺口，三种方法得到的结果与之前都很接近。

㉝经济衰退始于 1983 年，这一年，FOMC 停滞使用非借入准备金操作。衰退结束于绿皮书数据停止公开发布的时候。

㉞例如，在 2004 年初，FOMC 认为，实际联邦基金利率水平不可持续。在 6 月 30 日的例会上，在经济增速接近并超过潜在水平后（就业增长超过就业年龄人口增长），FOMC 启动了加息进程。2004 年 7 月的监督听证会上，基于 4.5% 的实际产出增长趋势中值，FOMC 预测会出现适度的经济复苏（失业率下降）。只要实际产出增长一直处于该数值附近，FOMC 就会继续提高利率。正如此处测算的，实际增长缺口 0，而假设的增长缺口为正。

第 22 章

①维尔德（2004 年）在“牌差还是牌技差?”一文中，对大通胀的各种解释进行了评论。他对“烂牌”的划分参考了西姆斯和查（2006 年）的文章，他们认为，20 世纪 70 年代的大通胀根源在于不利的外部冲击而不是货币政策。

②牺牲率是指，使通胀率降 1 个百分点所需付出的额外的失业率代价（实际失业率减去自然失业率）。

③尼尔森（2005 年）记录了 1970 年代流行的这些观点。

④萨金特（1999 年）认为，沃尔克的反通胀立场，说明他接受了理性预期 - 自然利率假说。卓、萨金特和威廉姆斯（2002 年）假设，美联储仍遵循菲利普斯曲线，但没有考虑预期通胀率变量。在试错之后，美联储进行了相应的调整以避免通货膨胀。

⑤在 FOMC 例会前，波士顿分储备银行曾向一些经济学家征求意见，美联储理事会的红皮书中记录了这一情况。梅耶（1999 年，第 100 页）回忆，布赫尔理事在 FOMC 例会上转述了萨缪尔森的意见。

⑥帕廷金（1981 年，第 31 页）认为：“真正的问题是，货币数量是外生决定还是内生决定的。货币增长是由系统外，还是由系统自身的因素所推动？货币数量是价格水平升高的原因，还是结果？”帕廷金对问题的表述存在错误。在中央银行以利率作为货币政策工具的情况下，货币数量一定是内生决定的。如果货币政策无法使利率与自然利率保持一致，价格水平就必须根据实际货币供应量而调整。（20 世纪末的名义稳定，意味着 FOMC 的利率调整适应了价格体系的运行）在利率与自然利率一致的情况下，通胀预期将决定货币行为和价格行为。而中央银行则通过对货币供给的控制，来影响通胀预期。

⑦在通胀恐慌中，FOMC 通过加息来应对通胀预期的上升。政策可信度的最终恢复意味着，不只是预期通胀会影响联邦基金利率，联邦基金利率反过来也可以影响预期通胀率，并在此基础上进一步影响通胀水平。

⑧表面上看，在沃尔克时代之前，FOMC 的加息幅度与通胀率

呈“一对一”的对应关系。

⑨添加滞后项的理由是，在FOMC确定合意的利率目标后，在实际操作中会逐步逼近该目标，这意味着，目标利率的实现往往需要一些时间。然而，在FOMC的政策制定中，没有考虑这一情形的程序。滞后项可以反应FOMC调整利率的实际过程，而非泰勒规则那种程式化的概述。

第23章

①普尔（1975年，第128页）写道：“从美国经济周期的经验看，货币增长稳定或加速的同时短期利率上升，一般都出现在经济扩张的时期；同样，货币增速放缓的同时利率下降，则出现在经济衰退的时期。”

②货币供给仍是最重要的政策工具，因为中央银行最终可以通过调控货币数量来影响通胀预期，以实现既定的通胀目标。

③国际金本位是第三种情形。对小国而言，价格水平的变动决定着货币量的变动。

④弗里德曼和施瓦茨（1963b）描述了在扩张-紧缩交替期中，货币与经济活动及通胀之间的短期关系。

⑤美联储在1981年开始使用经变动调整的M1，这个指标延续了M1在预测名义需求方面的有效性（第13章，第13项）。

⑥注意图14.4中，经速度调整后的M2增速唯一没有预测到的是通胀率上升。

⑦最常见的通胀冲击是一国汇率贬值引发的进口商品价格上涨。但如果央行将汇率挂钩政策，替换为对维持通胀目标的可信承

诺，汇率贬值就不一定会导致通胀上升。比如，1992 年 9 月，英国和意大利脱离了欧洲货币体系，并将汇率贬值超过 20%。但这两个国家的 CPI 指数却是下降的。伯斯坦、艾肯鲍姆和雷贝洛（2003 年）记录了一个事实，在 1990 年以后的 9 次大规模贬值中，"相对于贬值的幅度，通胀上升不算太大。"这些情况下，汇率贬值并没有导致通胀持续上升，从反面证明持久性的通胀预期并不存在。

⑧我认为扩张 - 收缩交替政策期始于 1965 年，结束年份相对不那么清楚。总体上看，始于 1981 年 7 月的衰退是应该是扩张 - 紧缩时期的最后一个收缩阶段。沃尔克在 1979 年 8 月担任 FOMC 主席后弃用了扩张 - 紧缩交替政策，但直到美联储成功实现了经济复苏并保持其独立性之后，这种转变才开始变得更明确。

⑨弗里德曼和施瓦茨（1963b）对货币供给的周期性变化进行了研究。

⑩1974 年第 4 季度至 1980 年第 2 季度期间是个例外，当时联邦基金利率稳步上升，而名义产出增长基本保持稳定。

⑪1980 年 3 季度至 1980 年 4 季度的货币增长情况很难描述，因为信贷控制的实施和取消，既对支出有影响，也对货币增长产生了较大的影响。因为这一时期比较短，所以箭头没有表示出来。

⑫如果干扰来自产出冲击而不是货币冲击，而且，如果货币增长只是适应实际货币需求的变化，货币供给的顺周期将不会加大经济波动，不过，在这种情况下，货币增长与通货膨胀之间就不存在明确的关联了。

⑬图 23 - 2 和图 23 - 3 列出了 1956 年之前货币增长状况。在这一期间，通胀预期推动了价格和货币增长（第 4 章）。二战后取

消了价格管制，但随着朝鲜战争升级，人们预期价格管制将再次出现，在这种情况下，通胀率开始上涨。由于当时还保留着商品本位时期的经验，面对通胀上升，人们预期未来通胀率会有所回落。这样一来，尽管市场利率保持稳定，实际利率却开始上行，并导致货币增速放缓。货币增长或者与通胀同时出现，或者晚于通胀，具体取决于不同货币体系下货币供给与通胀之间的滞后关系。

1964 年至 1972 年期间，因为名义产出增长加速，货币增长总体上超过通胀率。公众没有形成通胀率持续上涨的预期。此外，1971 年 8 月后，价格管制对通货膨胀也起到了抑制作用。

⑭以牺牲价格稳定来换取低失业率，在长期内，并不能产生好的结果。1950 年代前 5 年，平均失业率为 4%，1970 年代后 5 年为 7%。而两个时期的通胀率，则分别为 2.7% 和 7.3%。

第 25 章

①表 25 - 1 所示 M1 阶段与表 24 - 2 中所示阶段不同，前者用的是后来获得的修正数据，而非当时可得的数据，而且，前者的数据划分得也细。此外，增长率的算法也不一样。

②日期对应的是 FOMC 认为 M1 增长率偏低的期间（图 24.1）。用经修正的数据，M1 增长偏低的期间为 1971 年 8 月至 1971 年 12 月。

③布兰查德（2001）坚持认为，经济衰退不是由货币政策所引起的，因为 1974 年的实际利率为负。此处所示数据与他的观点正相反。

④始于 1965 年 11 月，从这时起才能获得实际利率数据。参见

图 8.3，以及第 4 章的附件：“实际利率系列。”

5. 用国债利率计算出的实际利率，结果也基本相同。有些时候，资本流动会扭曲国债利率与货币市场利率的关联。比如，在 1974 年，从欧佩克国家大量购买国债，导致货币市场和国债利率出现了反常的分化。

⑥散点的位置取决于每月增长率。因为每个值都是 2 个月的平均，在绘制中，可能有一些点会比显著转折点超前 1 个月。

⑦原则上，应该用实体冲击（而不是货币冲击）来产生这些数据。如果因果关系是从实际冲击到名义货币增长，那么，实际利率达到峰值会在 M1 增速上升之前（而不是 M1 增速上升在实际利率峰值之前）。不过，这种关系很难模型化。

参考文献

Abbreviations used in citations for presidential papers

BE – Business-Economics
FL – Gerald R. Ford Library, Ann Arbor, Michigan
LBJ Library – Lyndon B. Johnson Presidential Library, Austin, Texas
NA – National Archives, College Park, Maryland; repository of Nixon Presidential Materials Project
WHCF – White House Central Files
WHSF – White House Special Files

Ackley, Gardner. *Macroeconomic Theory*. New York: Macmillan, 1961.

Allen, Donald S. "What Determines Long-Run Growth?" *National Economic Trends*, September 1997.

American Banker. "Bank Bond Investors Flee from Foreign Exposure." September 22, 1998, 32.

Auerbach, Nancy Neiman. "The Mexican Peso Crisis: Constituent Pressure and Exchange Rate Policy." *Claremont Policy Briefs*, Issue No. 97–02, December 1997.

Axilrod, Stephen H. "The FOMC Directive as Structured in the Late 1960s: Theory and Appraisal." In Board of Governors of the Federal Reserve System, *Open Market Policies and Operating Procedures – Staff Studies*, July 1971, 3–36.

"What Really Went on in the Temple." Conference Board *Across the Board*, March 9, 1988, 58–61.

Bach, G. L. *Making Monetary and Fiscal Policy*. Washington, DC: Brookings Institution, 1971.

Balke, Nathan S., and Robert J. Gordon. "Appendix B: Historical Data." In Robert J. Gordon, ed., *The American Business Cycle: Continuity and Change*. Chicago: University of Chicago Press, 1986, 781–810.

"The Estimation of Prewar Gross National Product: Methodology and New Evidence." *Journal of Political Economy* 97 (February 1989), 38–92.

Ball, Laurence. "The Genesis of Inflation and the Costs of Disinflation." *Journal of Money, Credit and Banking* 23 (August 1991, part 2), 439–61.

Barber, William J. "The Kennedy Years: Purposeful Pedagogy." In Craufurd D. Goodwin, ed., *Exhortation & Controls*. Washington, DC: Brookings Institution, 1975, 135–91.

Barro, Robert J., and Gordon, David B. "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model," *Journal of Political Economy* 91 (August 1983), 589–610.

Barsky, Robert B., and Lutz Kilian. "Do We Really Know that Oil Caused the Great Stagflation? A Monetary Alternative." NBER *Macroeconomics Annual* 16 (2001), 137–83.

Bennett, Barbara A. "'Shift Adjustments' to the Monetary Aggregates." Federal Reserve Bank of San Francisco *Economic Review* (Spring 1982), 6–18.

Bergsten, C. Fred. "The Threat from the Overhand." *The Dilemmas of the Dollar*. New York: New York University Press, 1975.

Bernanke, Ben S. "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression." *American Economic Review* 73 (June 1983), 257–76.

"Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here." Remarks before the National Economics Club, Washington, DC, November 21, 2002.

"An Unwelcome Fall in Inflation?" Remarks before the Economics Roundtable, University of California, San Diego, La Jolla, July 23, 2003.

Biven, W. Carl. *Jimmy Carter's Economy: Policy in an Age of Limits*. Chapel Hill: University of North Carolina Press, 2002.

Blanchard, Olivier. "Comment." NBER *Macroeconomics Annual* 16 (2001), 183–95.

Blinder, Alan S. "Supply-Shock Stagflation: Money, Expectations and Accommodation." In J. Flanders and A. Razin, eds., *Development in an Inflationary World*. New York: Academic Press, 1981, 61–101.

"The Anatomy of Double-Digit Inflation in the 1970s." In Robert E. Hall, ed., *Inflation: Causes and Effects*. Chicago: University of Chicago Press, 1982, 261–82.

Blinder, Alan S., and William J. Newton. "The 1971–1974 Controls Program and the Price Level: An Econometric Post-Mortem." *Journal of Monetary Economics* 8 (July 1981), 1–23.

Blinder, Alan S., and Ricardo Reis. "Understanding the Greenspan Standard." Paper prepared for a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, WY, August 25–27, 2005.

Blue Chip Financial Forecasts, Aspen Publishers.

Board of Governors of the Federal Reserve System. *Banking and Monetary Statistics: 1914–1941*. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System, 1943 and 1976.

Board *Minutes*, available at Board of Governors.

"Current Economic and Financial Conditions" (Greenbook), various issues.

Federal Open Market Committee. *Minutes*, 1936–March 1976.

Minutes of Federal Open Market Committee Meetings, 1993–, *Annual Report*, various issues.

"Monetary Policy Alternatives." (Bluebook), various issues.

Record of Policy Actions of the Board of Governors, Annual Report, 1935–, various issues.

Record of Policy Actions of the Federal Open Market Committee, Annual Report, 1935–1992, various issues.

"Selected Interest Rates." H.15, historical data, www.federalreserve.gov.

Transcripts of the Federal Open Market Committee, April 1976–.

"Review of the Month." *Federal Reserve Bulletin* 6 (March 1920), 213–14.

"The Gold Situation." *Federal Reserve Bulletin* 7 (June 1921), 676–81.

"Review of the Month." *Federal Reserve Bulletin* 16 (November 1930), 655–8.

"Review of the Month." *Federal Reserve Bulletin* 17 (August 1931), 435–8.

"Review of the Month." *Federal Reserve Bulletin* 23 (May 1937), 377–9.

"Proposals to Maintain Prices at Fixed Levels Through Monetary Action." *Federal Reserve Bulletin* 25 (April 1939), 255–9.

"Financial Position and Buying Plans of Consumers, July 1948." *Federal Reserve Bulletin* 34 (November 1948), 1355–9.

"1950 Survey of Consumer Finances." *Federal Reserve Bulletin* 36 (June 1950), 643–54.

"Preliminary Findings of the 1954 Survey of Consumer Finances." *Federal Reserve Bulletin* 40 (March 1954), 246–9.

Bordo, Michael D. "The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview." In Michael D. Bordo and Barry Eichengreen, eds., *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*. Chicago: University of Chicago Press, 1993, 3–98.

The Gold Standard and Related Regimes: Collected Essays. Studies in Macroeconomic History. Cambridge: Cambridge University Press, 1999.

Bordo, Michael D., and Anna J. Schwartz. "Monetary Policy Regimes and Economic Performance: The Historical Record." In John B. Taylor and Michael Woodford, eds., *The Handbook of Macroeconomics*, vol. 1. New York: Elsevier, 1999, 149–234.

Bordo, Michael D., Ehsan Choudhri, and Anna J. Schwartz. "Could Stable Money Have Averted the Great Depression?" *Economic Inquiry* 33 (1995), 484–505.

"Was Expansionary Monetary Policy Feasible During the Great Contraction? An Examination of the Gold Standard Constraint." *Explorations in Economic History* 39 (2002), 1–28.

Bordo, Michael D., Christopher Erceg, and Charles Evans. "Money, Sticky Wages, and the Great Depression." *American Economic Review* 90 (December 2000), 1447–63.

Bremner, Robert P. *Chairman of the Fed: William McChesney Martin, Jr., and the Creation of the American Financial System*. New Haven, CT: Yale University Press, 2004.

Brittan, Samuel. *The Price of Freedom*. New York: St. Martin's Press, 1970.

Broaddus, J. Alfred. "Macroeconomic Principles and Monetary Policy." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 90 (Winter 2004), 1–9.

Broaddus, J. Alfred, Jr., and Marvin Goodfriend. "Foreign Exchange Operations and the Federal Reserve." Federal Reserve Bank of Richmond *Annual Report*, 1995.

"Sustaining Price Stability." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 90 (Summer 2004), 3–20.

Bronfenbrenner, Martin, and F. Holtzman. "Survey of Inflation Theory." *American Economic Review* 53 (September 1963), 593–661.

Brunner, Karl, and Allan H. Meltzer. *The Federal Reserve's Attachment to the Free Reserve Concept*. Washington, DC: House Committee on Banking and Currency, Subcommittee on Domestic Finance, Government Printing Office, May 1964.

Bureau of the Census, U.S. Department of Commerce. *Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970*, Part 1. Washington, DC: Government Printing Office. 1975.

Burger, Albert E. *The Money Supply Process*. Belmont, CA: Wadsworth, 1971.

Burns, Arthur F., "Money Supply in the Conduct of Monetary Policy." *Federal Reserve Bulletin* 59 (November 1973), 791–98.

"Statement" before the Committee on Banking and Currency, House of Representatives. July 30, 1974. *Federal Reserve Bulletin* 60 (August 1974), 554–60.

The Anguish of Central Banking. Belgrade, Yugoslavia: Per Jacobsson Foundation, 1979.

Burns, Arthur F., and Wesley C. Mitchell. *Measuring Business Cycles*. New York: NBER, 1946.

Burns, Arthur F., and Paul A. Samuelson. *Full Employment, Guideposts and Economic Stability*. Washington, DC: American Enterprise Institute, 1967.

Burstein, Ariel, Martin Eichenbaum, and Sergio Rebelo. "Why Is Inflation so Low After Large Devaluations?" Mimeo. Northwestern University, 2003.

BusinessWeek. "The Fed's New Rule Book." May 3, 1999, 46–8.

Calomiris, Charles W. "The IMF's Imprudent Role as Lender of Last Resort." *The Cato Journal* 17 (Winter 1998), 275–94.

Carlson, John A. "A Study of Price Forecasts." *Annals of Economic and Social Measurement* 6 (Winter 1977), 27–56.

Chandler, Lester. *Benjamin Strong, Central Banker*. Washington, DC: Brookings Institution, 1958.

Chang, Roberto. "Is Low Unemployment Inflationary?" Federal Reserve Bank of Atlanta *Economic Review* (1st quarter 1997), 1–13.

Chari, V. V., Lawrence J. Christiano, and Martin Eichenbaum. "Expectation Traps and Discretion." *Journal of Economic Theory* 81 (1998), 462–92.

Cho, In-Koo, Thomas J. Sargent, and Noah Williams. "Escaping Nash Inflation." *Review of Economic Studies* 69 (2002), 1–40.

Christiano, Lawrence J., and Christopher Gust. "The Expectations Trap Hypothesis." Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspectives* 25 (2nd quarter 2000), 21–39.

Citicorp. *Economic Week*. Various issues.

Clarida, Richard, Jordi Gali, and Mark Gertler. "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory." *Quarterly Journal of Economics* 115 (February 2000), 147–80.

Congressional Quarterly. *Almanac*. "1966 Bank Interest Rates." *Congress and the Nation*. II 1965–1968. Washington, DC: Congressional Quarterly, 259–60.

Weekly. Washington, DC: Congressional Quarterly, various issues.

Cook, Timothy, "Determinants of the Federal Funds Rate: 1979–1982." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review* 75 (January/February 1989), 3–19.

Cook, Timothy, and Thomas Q. Hahn. "The Information Content of Discount Rate Announcements and Their Effect on Market Interest Rates." *Journal of Money Credit and Banking* 20 (1988), 167–80.

Croushore, Dean, and Tom Stark. "A Real-Time Data Set for Macroeconomists." Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper No. 99-XX, May 1999.

Darin, Robert, and Robert L. Hetzel. "A Shift-Adjusted M2 Indicator for Monetary Policy." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review* 80 (Summer 1994), 25–47.

"An Empirical Measure of the Real Rate of Interest." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review* 81 (Winter 1995), 17–47.

Davis, Richard G. "Monetary Aggregates and the Use of 'Intermediate Targets' in Monetary Policy." Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System, *New Monetary Control Procedures* I (February 1981), 1–44.

Dell'Ariccia, Gioanni, Isabel Schnabel, and Jeromin Zettlemeyer. "How Do Official Bailouts Affect the Risk of Investing in Emerging Markets?" *Journal of Money, Credit, and Banking* 38 (October 2006), 1689–714.

DeLong, J. Bradford. "America's Peacetime Inflation: The 1970s." In Christina Romer and David Romer, eds., *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*. Chicago: University of Chicago Press, 1997, 247–76.

Despres, Emile, Milton Friedman, Albert G. Hart, Paul A. Samuelson, and Donald H. Wallace. "The Problem of Economic Instability." *American Economic Review* 40 (September 1950), 505–38.

Dotsey, Michael. "Monetary Policy, Secrecy, and Federal Funds Rate Behavior." *Journal of Monetary Economics* 20 (December 1987), 463–74.

Eccles, Marriner S. "The Recession of 1937–8". In Sidney Hyman, ed. *Beckoning Frontiers: Public and Personal Recollections.* New York: Alfred A. Knopf, 1951, 287–323.

Eichengreen, Barry. *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939.* Oxford: Oxford University Press, 1995.

Euromoney. "A Superpower Falls Apart." September 1998, 56–8.

Fannie Mae Economics Department. "Money and Capital Markets," January 16, 1987.

Federal Reserve Bank of New York. *Quarterly Review,* various issues.

Open Market Operations and Securities Market Developments, various issues.

Report of Open Market Operations and Money Market Conditions, various issues.

Feldstein, Martin, and Joel Slemrod. "Inflation and the Excess Taxation of Capital Gains on Corporate Stock." *National Tax Journal* 31 (June 1978, part 2), 107–18.

Feldstein, Martin, and Lawrence Summers. "Inflation and the Taxation of Capital Income in the Corporate Sector." *National Tax Journal* 32 (December 1979, issue 4), 445–70.

Fellner, William, Kenneth W. Clarkson, and John H. Moore. "*Correcting Taxes for Inflation.*" Washington, DC: American Enterprise Institute for Public Policy Research, 1975.

Financial Times. "Fed Chief Says Recession May Be Worst since 1945." October 15, 1992, 1.

"S Korea Rescue Raises Uncomfortable Questions." January 2, 1998, 3.

"Camdessus Warns of 'Biggest Crisis' for IMF." May 6, 1998, 6.

"CSFB Traders Left Seething After Losing Fortune." August 28, 1998, 3.

"Risks as Bank Offers Greater Transparency." October 3, 2000, 27.

"Time for Clarity, Mr. Greenspan," August 12, 2003, 10.

"The Gospel According to 'Saint Paul'." October 23–24, 2004, W3.

Fisher, Irving. *Stable Money: A History of the Movement* (assisted by Hans R. L. Cohrssen). New York: Adelphi Co., 1934.

Forbord, Thomas Austin. *The Abandonment of Bretton Woods: The Political Economy of U.S. International Monetary Policy.* PhD thesis in Political Economy and Government, Harvard University, January 1980.

Foust, Dean. "Visionary Alan Greenspan: An Unlikely Guru: The Fed chairman sees a high-tech economy as a natural inflation fighter." *BusinessWeek,* August 31, 1998, 70.

Fowler, Henry. Remarks before the US Savings and Loan League, February 18, 1966, in U.S. Department of the Treasury. *Annual Report of the Secretary of the Treasury on the State of the Finances for the Year 1967,* Washington, DC: GPO, 1967a, 209.

Supplementary Statement before the Joint Economic Committee, Feburary 6, 1967, in U.S. Department of the Treasary. *Annual Report of the Secretary of the Treasury on the State of the Finances for the Year 1967,* 1967b, 218.

Friedman, Milton. *A Program for Monetary Stability.* New York: Fordham University Press, 1960.

"Real and Pseudo Gold Standards." *The Journal of Law and Economics* 4 (October 1961), 66–79.

"Inflation: Causes and Consequences." (1963). In Milton Friedman, ed., *Dollars and Deficits.* Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1968, 21–71.

"The Role of Monetary Policy." (1968). In Milton Friedman, ed., *The Optimum Quantity of Money and Other Essays.* Chicago: Aldine, 1969, 95–110.

"A Theoretical Framework for Monetary Analysis." In Robert J. Gordon, ed., *Milton Friedman's Monetary Framework: A Debate with his Critics.* Chicago: University of Chicago Press, 1974, 1–62.

"Using Escalators to Help Fight Inflation." In Milton Friedman, *There's No Such Thing as a Free Lunch.* LaSalle, IL: Open Court, 1975, 148–61.

"Nobel Lecture: Inflation and Unemployment." *Journal of Political Economy* 85 (June 1977), 451–72.

"The Quantity Theory of Money." In John Eatwell, Murray Milgate, and Peter Newman, eds., *The New Palgrave Money*. New York: W. W. Norton, 1989, 1–40.

Money Mischief: Episodes in Monetary History. Orlando, FL: Harcourt, Brace, Jovanovich, 1992.

"John Maynard Keynes." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 83 (Spring 1997), 1–23.

"A Natural Experiment in Monetary Policy Covering Three Episodes of Growth and Decline in the Economy and the Stock Market." *Journal of Economic Perspectives* 19 (Fall 2005), 145–50.

Friedman, Milton, and Rose D. Friedman. *Two Lucky People: Memoirs*. Chicago: University of Chicago Press, 1998.

Friedman, Milton, and Anna J. Schwartz. *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1963a.

"Money and Business Cycles." *Review of Economics and Statistics* 45 (February 1963b), 32–64.

Monetary Statistics of the United States. New York: National Bureau of Economic Research, 1970.

Funabashi, Yoichi. *From the Plaza to the Louvre*. Washington, DC: Institute for International Economics, 1988.

Glass, Carter. "Senator Glass' Testimony, May 10, 1932." *Congressional Record – Senate*, 1932, 1984–5.

Global Insight. *U.S. Economic Outlook*, "Summary of the U.S. Economy," various issues.

Goldenweiser, E. A. *American Monetary Policy*. New York: McGraw-Hill, 1951.

Goodfriend, Marvin. "Discount Window Borrowing, Monetary Policy, and the Post-October 6, 1979, Federal Reserve Operating Procedure." *Journal of Monetary Economics* 12 (September 1983), 343–56.

"Interest Rates and the Conduct of Monetary Policy." *Carnegie-Rochester Conference on Public Policy* 34 (Spring 1991), 7–30.

"Interest Rate Policy and the Inflation Scare Problem." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 79 (Winter 1993), 1–24.

"Why We Need An 'Accord' for Federal Reserve Credit Policy." *Journal of Money, Credit, and Banking* 26 (August 1994), 572–84.

"Monetary Policy Comes of Age: A 20th Century Odyssey." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 83 (Winter 1997), 1–22.

"Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy." *Journal of Money, Credit and Banking* 32 (November 2000, part 2), 1007–35.

"Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Primer." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 90 (Summer 2004a), 3–20.

"The Monetary Policy Debate since October 1979: Lessons for Theory and Practice." *Reflections on Monetary Policy 25 Years After October 1979*. Federal Reserve Bank of St. Louis *Review* 87 (March/April 2005), 243–62.

"Inflation Targeting in the United States?" In Ben S. Bernanke and Michael Woodford, eds., *The Inflation-Targeting Debate*. Chicago: University of Chicago Press, 2005, 311–37.

Goodfriend, Marvin, and Robert G. King. "Financial Deregulation, Monetary Policy and Central Banking." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review* (May/June 1988), 3–22.

"The New Neoclassical Synthesis." In Ben S. Bernanke and Julio Rotemberg, eds, NBER *Macroeconomics Annual*. Cambridge, MA: MIT Press Journals, 1997.

"The Incredible Volcker Disinflation." *Journal of Monetary Economics* 52 (July 2005), 981–1015.

Goodwin, Craufurd D., and R. Stanley Herren. "The Truman Administration: Problems and Policies Unfold." In Craufurd D. Goodwin, ed., *Exhortation & Controls*. Washington, DC: Brookings Institution, 1975, 9–93.

Gordon, Robert J. "The Time-Varying NAIRU and Its Implications for Economic Policy." *Journal of Economic Perspectives* 11 (Winter 1997), 11–32.

Gramlich, Edward. "An Insider Looks at the Greenspan Fed." *Central Banking* 61 (November 2005), 21–6.

Granger, C. W. J., and P. Newbold. "Spurious Regressions in Econometrics." *Journal of Econometrics* 2 (July 1974), 111–20.

Greenspan, Alan. "Gold and Economic Freedom." In Ayn Rand, ed., *Capitalism: The Unknown Ideal*. New York: Signet, 1967, 96–101.

"Can the U.S. Return to a Gold Standard?" *Wall Street Journal*, September 1, 1981, 30.

Statement before the House Subcommittee on Domestic Monetary Policy of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, October 25, 1989. *Federal Reserve Bulletin* 75 (December 1989), 795–8.

"Economic Forecasting in the Private and Public Sectors." Remarks before the National Association of Business Economists, Washington DC, September 24, 1990. Board of Governors Library.

Remarks before The Economic Club of New York, New York, April 19, 1993. Board of Governors Library.

Remarks at a Research Conference on Risk Management and Systemic Risk, Washington, DC, November 16, 1995. Board of Governors Library.

"Performance of the U.S. Economy." Committee on the Budget. U.S. Senate, January 21, 1997. *Federal Reserve Bulletin* 83 (March 1997), 195–8.

"Performance of the U.S. Economy." Joint Economic Committee, U.S. Congress. March 20, 1997. Available at: www.federalreserve.gov.

Statement before the House Committee on the Budget, October 8, 1997. *Federal Reserve Bulletin* 83 (December 1997), 963–7.

Remarks at the 34th Annual Conference on Bank Structure and Competition of the Federal Reserve Bank of Chicago, May 7, 1998. Available at: www.federalreserve.gov.

Speech at the Haas Annual Business Faculty Research Dialogue, University of California, Berkeley, September 4, 1998. Available at: www.federalreserve.gov.

Testimony before the U.S. Senate Committee on the Budget, September 23, 1998, in *Federal Reserve Bulletin* 84 (November 1998), 936–8.

"The American Economy in a World Context," 35th Annual Conference on Bank Structure and Competition of the Federal Reserve Bank of Chicago, May 6, 1999. Available at: www.federalreserve.gov.

."Business Data Analysis." Remarks before the New York Association for Business Economics, June 13, 2000. Available at: www.federalreserve.gov.

"Economic Developments." Remarks before the Economic Club of New York, May 24, 2001. Available at: www.federalreserve.gov.

"Risk and Uncertainty in Monetary Policy." *AEA Papers and Proceedings American Economic Review* 94 (May 2004), 33–48.

Nomination Hearing before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, June 15, 2004. Available at: www.federalreserve.gov.

"Reflections on Central Banking." Remarks at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 26, 2005. Available at: www.federalreserve.gov.

"Closing Remarks." Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 27, 2005. Available at: www.federalreserve.gov.

"Economic Flexibility." Remarks to the National Association for Business Economics Business Economics Annual Meeting, Chicago, September 27, 2005. Available at: www.federalreserve.gov.

"Economic Outlook." Joint Economic Committee, U.S. Congress, November 3, 2005. Available at: www.federalreserve.gov.

Greider, William. *Secrets of the Temple: How the Federal Reserve Runs the Country.* New York: Simon and Schuster, 1987.

Grenville, Stephen (deputy governor of the Reserve Bank of Australia). "The Global Financial System – The Risks of Closure." Speech to Credit Suisse First Boston Australia Conference, Sydney, November 13, 1998.

Haberler, Gottfried, and Thomas D. Willett. *U.S. Balance-of-Payments Policies and International Monetary Reform: A Critical Analysis.* Washington, DC: American Enterprise Institute, September 1968.

Hafer, R. W., and David C. Wheelock. "The Rise and Fall of a Policy Rule: Monetarism at the St. Louis Fed, 1968–1986." Federal Reserve Bank of St. Louis *Review* (January/February 2001), 1–24.

Haldeman, H. R. *The Haldeman Diaries: Inside the Nixon White House.* Santa Monica, CA: Sony, 1994.

Hamilton, James D. "Was the Deflation during the Great Depression Anticipated? Evidence from the Commodity Futures Market." *The American Economic Review* 82 (March 1992), 157–78.

Hargrove, Erwin C., and Samuel A. Morley. *The President and the Council of Economic Advisers.* London: Westview Press, 1984.

Harris, Seymour E. *Economics of the Kennedy Years.* New York: Harper & Row, 1964.

Hetzel, Robert L. "The Federal Reserve System and Control of the Money Supply in the 1970s." *Journal of Money, Credit and Banking* 13 (February 1981), 31–43.

"The October 1979 Regime of Monetary Control and the Behavior of the Money Supply in 1980." *Journal of Money, Credit, and Banking* 14 (May 1982), 234–51.

"The Rules versus Discretion Debate over Monetary Policy in the 1920s." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review* 71 (November/December 1985), 3–14.

"Monetary Policy in the Early 1980s." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review* 72 (March/April 1986), 20–32.

"A Mandate for Price Stability." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review* 76 (March/April 1990a), 45–53.

"Maintaining Price Stability: A Proposal." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review* 76 (March/April 1990b), 53–5.

"A Better Way to Fight Inflation." *Wall Street Journal*, April 25, 1991, A14.

"Indexed Bonds as an Aid to Monetary Policy." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review* 78 (January/February 1992), 13–23.

"Sterilized Foreign Exchange Intervention: The Fed Debate in the 1960s," Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 82 (Spring 1996), 21–46.

"The Case for a Monetary Rule in a Constitutional Democracy." *Economic Quarterly* 83 (Spring 1997), 45–65.
"Arthur Burns and Inflation." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 84 (Winter 1998), 21–44.
"Japanese Monetary Policy: A Quantity Theory Perspective." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 85 (Winter 1999), 1–25.
"The Taylor Rule: Is It a Useful Guide to Understanding Monetary Policy?" Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 86 (Spring 2000), 1–33.
"German Monetary History in the First Half of the Twentieth Century." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 88 (Winter 2002a), 1–35.
"German Monetary History in the Second Half of the Twentieth Century: From the Deutsche Mark to the Euro." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 88 (Spring 2002b), 29–64.
"Japanese Monetary Policy and Deflation." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 89 (Summer 2003), 21–52.
"How Do Central Banks Control Inflation?" Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 90 (Summer 2004a), 47–63.
"Price Stability and Japanese Monetary Policy." Bank of Japan *Monetary and Economic Studies* (October 2004b), 1–23.
"What Difference Would an Inflation Target Make?" Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 91 (Spring 2005), 45–72.
"Making the Systematic Part of Monetary Policy Transparent." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 92 (Summer 2006), 255–90.
"The Contributions of Milton Friedman to Economics." Federal Reserve Bank of Richmod *Economic Quarterly* 93 (Winter 2007a), 1–30.
"The Case for Inflation Targeting." *Cato Journal* 27 (Spring/Summer 2007b), 273–81.
"Discretion versus Rules: Lessons from the Volcker–Greenspan Era." In Martin T. Bohl, Pierre L. Siklos, and Mark T. Wohar, eds., *Frontiers in Central Banking*. New York: North Holland-Elsevier, 2008a.
"What Is the Monetary Standard?" Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 94 (2008b).
Hetzel, Robert L., and Ralph F. Leach. "The Treasury–Fed Accord: A New Narrative Account." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 87 (Winter 2001a), 33–55.
"After the Accord: Reminiscences on the Birth of the Modern Fed." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 87 (Winter 2001b), 57–64.
Hetzel, Robert L., and Yash Mehra. "The Behavior of Money Demand in the 1980s." *Journal of Money, Credit, and Banking* 21 (November 1989), 455–63.
Hoey, Richard B. "Decision Makers Poll." *Barclays de Zoete Wedd*, April 8, 1991, 6.
Hoover Archives. Milton Friedman Papers, Hoover Institution, Palo Alto, CA.
Hoover, Herbert. *The Memoirs of Herbert Hoover: The Great Depression 1929–1941*. New York: Macmillan Company, 1952.
Humphrey, Thomas M. "Monetary Policy Frameworks and Indicators for the Federal Reserve in the 1920s." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 87 (Winter 2001), 65–92.
Hutchison, Michael M. "Aggregate Demand, Uncertainty and Oil Prices: The 1990 Oil Shock in Comparative Perspective." Bank for International Settlements Economic Papers, No. 31, August 1991.
International Monetary Fund (IMF). "Management Welcomes Board Decision to Provide Additional Credits for Russia." *IMF Survey*, August 3, 1998.

International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues, Washington, DC, August 1995 and September 1998.

James, Harold. *The German Slump: Politics and Economics 1924–1936*. Oxford: Clarendon Press, 1986.

Jastram, Roy W. *The Golden Constant*. New York: Wiley, 1977.

Johnson, Harry G. "Balance of Payments Controls and Guidelines for Trade and Investment." In George P. Shultz and Robert C. Aliber, eds., *Guidelines, Informal Controls, and the Marketplace*. Chicago: University of Chicago Press, 1966.

Kaminsky, Graciela L., and Karen K. Lewis. "Does Foreign Exchange Intervention Signal Future Monetary Policy?" *Journal of Monetary Economics* 37 (April 1996), 285–312.

Kane, Edward J. "Politicians against the Prime – The Dual Rate Fiasco." *The Bankers Magazine* 157 (Spring 1974, issue 2), 88–95.

Kettl, Donald F. *Leadership at the Fed*. New Haven, CT: Yale University Press, 1986.

King, Robert G., James H. Stock, and Mark W. Watson. "Temporal Instability of the Unemployment-Inflation Relationship." Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspectives* (May/June 1995), 2–12.

Kohn, Donald L. "Inflation Targeting." *Inflation Targeting: Prospects and Problems*. Federal Reserve Bank of St. Louis *Review* 86 (July/August 2004), 179–83.

"Comment." In Ben S. Bernanke and Michael Woodford, eds., *The Inflation-Targeting Debate*. Chicago: University of Chicago Press, 2005, 311–37.

Koopmans, Tjalling. "Measurement Without Theory." *The Review of Economic Statistics* 28 (August 1947), 161–72.

Kosters, Marvin H. "*Controls and Inflation: The Economic Stabilization Program in Retrospect*." Washington, DC: American Enterprise Institute for Public Policy Research, 1975.

Kozicki, Sharon. "How Useful Are Taylor Rules for Monetary Policy?" Federal Reserve Bank of Kansas City *Economic Review* 84 (2nd quarter 1999), 5–25.

Krueger, Anne O. "Whither the World Bank and the IMF." *Journal of Economic Literature* 36 (December 1998), 1983–2020.

Kuttner, Kenneth, and Adam S. Posen. "The Difficulty of Discerning What's Too Tight: Taylor Rules and Japanese Monetary Policy." *North American Journal of Economics and Finance* 15 (March 2004), 53–74.

Kydland, Finn E., and Edward C. Prescott. "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans." *Journal of Political Economy* 85 (June 1977), 473–91.

Lambert, Richard. "Inside the MPC." Bank of England *Quarterly Bulletin* 45 (Spring 2005), 56–65.

Leduc, Sylvain. "How Inflation Hawks Escape Expectations Traps." Federal Reserve Bank of Philadelphia *Business Review* (1st quarter 2003), 1–20.

Leijonhufvud, Axel. *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*. New York: Oxford University Press, 1968.

Levin, Fred J., and Paul Meek. "Implementing the New Operating Procedures: The View from the Trading Desk." In *New Monetary Control Procedures* I. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System, February 1981, 1–39.

Lindsey, David E. *A Modern History of FOMC Communication: 1975–2002*. Board of Governors of the Federal Reserve System, June 24, 2003 (publicly available 2009).

Lindsey, David E., Athanasios Orphanides, and Robert H. Rasche. "The Reform of October 1979: How It Happened and Why." *Reflections on Monetary Policy 25 Years After October 1979*. Federal Reserve Bank of St. Louis *Review* 87 (March/April 2005), 187–235.

Lucas, Robert E. "Expectations and the Neutrality of Money (1972)"; "Econometric Policy Evaluation: A Critique (1976)"; and "Rules, Discretion, and the Role of the Economic Advisor (1980)." In Robert E. Lucas, Jr., *Studies in Business-Cycle Theory*. Cambridge, MA: MIT Press, 1981, 66–89, 104–30, 248–61.

McCallum, Bennett T. "Could a Monetary Base Rule Have Prevented the Great Depression?" *Journal of Monetary Economics* 26 (1990), 3–26.

"Recent Developments in Monetary Policy Analysis: The Roles of Theory and Evidence." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 88 (Winter 2002), 67–96.

McGinley, Laurie. "The Good News: Interest Rates Are Down – That's Also the Bad News." *Wall Street Journal*, October 30, 1985, 31.

Maisel, Sherman J. *Managing the Dollar*. New York: Norton, 1973.

Martin, William McChesney, Jr. "The Transition to Free Markets." Remarks at The Economic Club of Detroit, Detroit, MI, April 13, 1953. Speeches at Board of Governors library.

Address. Federal Reserve Bank of Boston. Boston, MA, May 6, 1953.

"Monetary Policy and the Federal Reserve System." *Proceedings of the Fifteenth Annual Pacific Northwest Conference on Banking*. Pullman, WA, April 8, 1954.

Address. New York Group of the Investment Bankers Association of America. New York City, October 19, 1955.

"New Horizons in Money and Banking." Round Tables for Business Executives, New School for Social Research, January 12, 1956.

"Winning the Battle against Inflation." Statement before the Committee on Finance. U.S. Senate, August 13, 1957. *Federal Reserve Bulletin* 43 (August 1957), 866–77.

Remarks. 91st Annual Meeting of the Richmond Chamber of Commerce, January 9, 1958.

"The Battle against Recession." Statement before the Committee on Finance. U.S. Senate, April 22, 1958, *Federal Reserve Bulletin* 44 (May 1958), 540–4.

Remarks. The Executives' Ćlub of Chicago, Chicago, December 12, 1958.

"A System of Flexible Exchange Rates: Pro and Con," Letter to Wright Patman, April 17, 1962 in Foreign currency memos, 1962, Federal Reserve Bank of Richmond Archives.

"Statements to Congress: Monetary Policy and the Economy." *Federal Reserve Bulletin* (February 1963), 122–30.

"The Federal Reserve's Role in the Economy." *Federal Reserve Bulletin* 51 (December 1965), 1669–74.

Extemporaneous Remarks before the American Society of Newspaper Editors. Washington, DC, April 19, 1968.

"The U.S. Dollar at Home and Abroad." Remarks before the 77th General Meeting of the American Iron and Steel Institute, New York, May 22, 1969.

Mayer, Martin. *The Fate of the Dollar*. New York: Times Books, 1980.

Mayer, Thomas. *Monetary Policy and the Great Inflation in the United States: The Federal Reserve and the Failure of Macroeconomic Policy, 1965–79*. Northampton, MA: Edward Elgar, 1999.

Mehra, Yash P. "The Stability of the M2 Demand Function: Evidence from an Error-Correction Model." *Journal of Money, Credit and Banking* 25 (August 1993), 455–60.

"A Forward-Looking Monetary Policy Reaction Function." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 85 (Spring 1999), 33–53.

"The Bond Rate and Estimated Monetary Policy Rules." *Journal of Economics and Business* 53 (2001), 345–58.

Mehra, Yash P., and Brian Minton. "A Taylor Rule and the Greenspan Era." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 93 (Summer 2007).
Meltzer, Allan H. "The Regulation of Bank Payments Abroad, Another Failure for the Government Balance of Payments Program." In George P. Shultz and Robert C. Aliber, eds., *Guidelines, Informal Controls, and the Marketplace.* Chicago: University of Chicago Press, 1966.
A History of the Federal Reserve, vol. 1, 1913–1951. Chicago: University of Chicago Press, 2003.
Meyer, Laurence H. Remarks at the National Association for Business Economics 40th Anniversary Annual Meeting. Washington, DC, October 5, 1998. Available at: www.federalreserve.gov.
A Term at the Fed – An Insider's View. New York: HarperCollins, 2004.
Mishkin, Frederic S. "The Household Balance Sheet and the Great Depression." *Journal of Economic History* 38 (December 1978), 918–37.
Mitchell, James. "Should We Be Surprised by the Unreliability of Real-Time Output Gap Estimates? Density Estimates for the Eurozone." National Institute of Economic and Social Research, December 18, 2003.
Modigliani, Franco. "Rediscovery of Money – Discussion." *Papers and Proceedings. American Economic Review* 65 (May 1975), 179–81.
Modigliani, Franco, and Lucas Papademos. "Targets for Monetary Policy in the Coming Year." *Brookings Papers on Economic Activity* 1 (1975), 141–63.
Moreno, Ramon, Gloria Pasadilla, and Eli Remolona. "Asia's Financial Crisis: Lessons and Policy Responses." Federal Reserve Bank of San Francisco, Pacific Basin Working Paper Series, Working Paper No. PB98–02, July 1998.
Morgan Guaranty Survey. "Competition and the Wage-Price Guideposts." October 1964, 3–10.
Morrison, George R. *Liquidity Preferences of Commercial Banks.* Chicago: University of Chicago Press, 1966.
Muehring, Kevin. "It's Summers' Time." *Institutional Investor* (December 1997), 49–61.
"The Fire Next Time." *Institutional Investor* (September 1998), 74–94.
Nelson, Edward. "The Great Inflation of the Seventies: What Really Happened?" *Advances in Macroeconomics* 5 (2005, issue 1), Article 3. Available at: www.bepress.com/bejm/advances/vol5/iss1/art3.
Nelson, Edward, and Kalin Nikolov. "U.K. Inflation in the 1970s and 1980s: The Role of Output Gap Mismeasurement." *Journal of Economics and Business* 55 (2003), 353–70.
New York Times. "Martin Sees Crisis in U.S. Inflation; Urges a Tax Rise." April 20, 1968, A1.
"Bond Prices Continue Sharp Fall." September 3, 1987, D1.
"U.S. Said to Allow Decline of Dollar against the Mark." October 18, 1987, 1.
"Foreigners Called Key to Rates." October 19, 1987, D1.
"Fed Chief Says Economy Is Resisting Remedies." October 15, 1992, D2.
"Mexico's Trading Allies Play Financial Bodyguard." December 12, 1994, D2.
"I.M.F. Head: He Speaks, and Money Talks." April 2, 1996, 1.
"The Economic Stakes in Asia." November 1, 1997, A4.
"Small Banks May Pose Setback to Korea Plan." January 2, 1998, C4.
"One Korean Certainty: No More Business as Usual." January 4, 1998, 4.
"Shocks and Aftershocks: The Bear Is Rampant in the Markets for Riskier Bonds." September 17, 1998, C1.
"Brazil Makes Fast Recovery From Brink of Economic Collapse." September 24, 1998, A10.

"Long-Term Capital Bailout Spotlights a Fed 'Radical'." November 2, 1998, B1.
"Fed Thinks Globally, Acts Locally, to Lukewarm Response." November 18, 1998, C1.
"Fed Cuts Key Rates Again in 3d Attack on Global Slump." November 18, 1998, A1.
"Greenspan Is Upbeat on Economy and Stirs Hope of More Rate Cuts." June 4, 2003, C1.
Nordhaus, William. "A Map for the Road from Dunkirk." *New York Times*, March 21, 1982, F3.
Okun, Arthur M. Interviews I (March 20, 1969) and II (April 15, 1969), Johnson Library.
The Political Economy of Prosperity. Washington, DC: Brookings Institution, 1970.
"Efficient Disinflation Policies." *American Economic Review* 68 (May 1978), 348–52.
Orphanides, Athanasios. "Monetary Policy Rules and the Great Inflation." *American Economic Review* 92 (May 2002), 115–20.
"The Quest for Prosperity without Inflation." *Journal of Monetary Economics* 50 (April 2003a), 633–63.
"Monetary Policy Evaluation with Noisy Information." *Journal of Monetary Economics* 50 (April 2003b), 605–31.
"Historical Monetary Policy Analysis and the Taylor Rule." *Journal of Monetary Economics* 50 (July 2003c), 983–1022.
Orphanides, Athanasios, and Simon van Norden. "The Unreliability of Output Gap Estimates in Real Time." *Review of Economics and Statistics* 84 (November 2002), 569–83.
Patinkin, Don. "Some Observations of the Inflationary Process." In J. Flanders and A. Razin, eds., *Development in an Inflationary World*. New York: Academic Press, 1981, 31–4.
Pechman, Joseph. "Oral History Interview with Walter Heller, Kermit Gordon, James Tobin, Gardner Ackley, and Paul Samuelson." Fort, Ritchie, MD: August 1, 1964, John F. Kennedy Library.
Perry, George L. *Unemployment, Money Wage Rates, and Inflation*. Cambridge, MA: MIT Press, 1966.
Phillips, A. W. "The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861–1957." 25 *Economica* (November 1958), 283–300.
Pigou, A. C. "Economic Progress in a Stable Environment" *Economica* 14 (1947), 180–8.
Poole, William. "Monetary Policy During the Recession." *Brookings Papers on Economic Activity* 1 (1975), 123–39.
"Burnsian Monetary Policy: Eight Years of Progress?" *Journal of Finance* 34 (1979), 473–84.
"Understanding the Fed." Federal Reserve Bank of St. Louis *Review* 89 (January/February 2007), 3–13.
Porter, Roger B. *Presidential Decision Making*. Cambridge: Cambridge University Press, 1980.
Posen, Adam. "Deflationary Lessons." *The International Economy* 20 (Winter 2006), 20–7.
Reno, Virginia P., and Daniel N. Price. "Relationship between the Retirement, Disability and Unemployment Insurance Programs: The US Experience." *Social Security Bulletin* 48 (May 1985, issue 5), 24–35.
Richmond Times Dispatch. "U.S., Japan Split on Severity of Turmoil." September 6, 1998, A4.

Riefler, Winfield W. *Money Rates and Money Markets in the United States.* New York: Harper & Brothers, 1930.

Roberts, Priscilla. "'Quis Custodiet Ipsos Custodes?': The Federal Reserve's System's Founding Fathers and Allied Finance in the First World War." *Business History Review* 73 (Winter 1998), 585–620.

"Benjamin Strong, the Federal Reserve, and the Limits to Interwar American Nationalism." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 86 (Spring 2000), 61–98.

Robertson, J. L. "Remarks." Fourth Annual Business and Economic Outlook Conference, Portland, Oregon, December 5, 1966. Board of Governors Library.

Romer, Christina D., and David H. Romer. "A Rehabilitation of Monetary Policy in the 1950's." *American Economic Association Papers and Proceedings* 92 (May 2002), 121–7.

"Choosing the Federal Reserve Chair: Lessons from History." *Journal of Economic Perspectives* 18 (Winter 2004), 129–62.

Rotemberg, Julio J., and Michael Woodford. "An Optimization-Based Econometric Framework for the Evaluation of Monetary Policy." In Ben S. Bernanke and Julio Rotemberg, eds., NBER *Macroeconomics Annual.* Cambridge, MA: MIT Press Journals, 1997, 297–346.

Rudebusch, Glenn D., "How Fast Can the New Economy Grow?" *FRBSF Economic Letter*, February 25, 2000.

Runkle, David E. "Revisionist History: How Data Revisions Distort Economic Policy Research." Federal Reserve Bank of Minneapolis *Quarterly Review* (Fall 1998), 3–12.

Safire, William. *Before the Fall.* New York: Da Capo Press, 1975.

Samuelson, Paul. "Worldwide Stagflation" (1974). In Hiroaki Nagatani and Kate Crowley, eds., *The Collected Scientific Papers of Paul A. Samuelson*, vol. 4, no. 268. Cambridge, MA: MIT Press, 1977, 801–7.

"What Jimmy Should Do." *Newsweek*, January 10, 1977, 58.

"Living with Stagflation" (1979). In Kate Crowley, ed., *The Collected Scientific Papers of Paul A. Samuelson*, vol. 5, no. 379. Cambridge, MA: MIT Press, 1986, 972.

Samuelson, Paul, and Robert Solow. "Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy" (1960)." In Joseph Stiglitz, ed., *The Collected Scientific Papers of Paul A. Samuelson.* vol. 2, no. 102. Cambridge, MA: MIT Press, 1966, 1336–53.

Sanders, Hyman, and Joshua Greene. *Indexing the Individual Income Tax for Inflation.* Washington, DC: US GPO, Congressional Budget Office, September 1980.

Sargent, Thomas J. (1971). "A Note on the 'Accelerationist' Controversy." In Robert E. Lucas, Jr., and Thomas J. Sargent, eds., *Rational Expectations and Econometric Practice*, vol 1. Minneapolis: University of Minnesota Press, 1981, 33–38.

"The Ends of Four Big Inflations." In Robert Hall, ed., *Inflation: Causes and Effects.* Chicago: University of Chicago Press, 1982, 41–97.

The Conquest of American Inflation. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1999.

Sawamoto, Kuniho, and Nobuyuki Ichikawa. "Implementation of Monetary Policy in Japan." In Tomas J. T. Balino and Carlo Cottarelli, eds., *Frameworks for Monetary Stability.* Washington, DC: International Monetary Fund, 1994, 81–110.

Schreft, Stacey L. "Credit Controls: 1980." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review* 76 (November/December 1990), 25–55.

Schwartz, Anna. "Understanding 1929–33." In Karl Brunner, ed., *The Great Depression Revisited.* Boston: Nijhoff, 1981, 5–48.

"The Misuse of the Fed's Discount Window." Federal Reserve Bank of Saint Louis *Economic Review* (September/October 1992), 58–69.

"From Obscurity to Notoriety: A Biography of the Exchange Stabilization Fund." *Journal of Money, Credit, and Banking* 29 (May 1997), 135–53.

Seay, George G. "The Federal Reserve System: The Course of the Federal Reserve Banks Before and During the Price Crisis and Readjustment." Address before the North Carolina Bankers' Convention at Pinehurst, April 26–28, 1922, published by the Federal Reserve Bank of Richmond, May 1922. Federal Reserve Bank of Richmond Archives.

"Illustrating the Expanded Condition of Bank Credit." Speech given to the Federal Reserve Bank of Richmond Directors, January 6, 1928. Federal Reserve Bank of Richmond Archives.

Shultz, George P., and Kenneth Dam. *Economic Policy Beyond the Headlines.* New York: W. W. Norton, 1978.

Simpson, Thomas D., and John R. Williams. "Recent Revisions in the Money Stock." *Federal Reserve Bulletin* 67 (July 1981), 539–42.

Sims, Christopher A., and Tao Zha. "Were There Regime Switches in U.S. Monetary Policy." *The American Economic Review* 96 (March 2006), 54–81.

Smith, Adam. *The Wealth of Nations*, Cannan edition. New York: Random House, 1937.

Solomon, Robert. *The International Monetary System, 1945–1981.* New York: Harper & Row, 1982.

Money on the Move: The Revolution in International Finance Since 1980. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1999.

Sproul, Allan. "Changing Concepts of Central Banking." In *Money, Trade and Economic Growth: In Honor of John Henry Williams.* New York: Macmillan, 1951, 296–325.

"Monetary Policy and Government Intervention." In Lawrence S. Ritter, ed., *Selected Papers of Allan Sproul.* New York: Federal Reserve Bank of New York, 1980, 37–47.

Staiger, Douglas, James H. Stock, and Mark W. Watson. "Temporal Instability of the Unemployment-Inflation Relationship." Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspectives* 19 (May/June 1995), 2–12.

Stein, Herbert. *The Fiscal Revolution in America.* Washington, DC: AEI Press, 1990.

Presidential Economics. Washington, DC: AEI Press, 1994.

Stigler, George J. "Administered Prices and Oligopolistic Inflation." *The Journal of Business* 35 (January 1962), 1–13.

Summers, Lawrence S. "How Should Long-Term Monetary Policy Be Determined?" *Journal of Money, Credit and Banking* 23 (August 1991, part 2), 625–31.

Svensson, Lars E. O. "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets." *European Economic Review* 41 (1997), 1111–46.

Taylor, John B. "Discretion versus Policy Rules in Practice." *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39 (1993), 195–214.

"A Historical Analysis of Monetary Policy Rules." In John B. Taylor, ed., *Monetary Policy Rules.* Chicago: University of Chicago Press, 1999, 319–47.

Thatcher, Margaret. *The Downing Street Years.* New York: HarperCollins, 1993.

Timberlake, Richard H. "Gold Standards and the Real Bills Doctrine in U.S. Monetary Policy." *Economic Journal Watch* 2 (August 2005), 196–233.

Tobin, James. "Monetary Policy in 1974 and Beyond." *Brookings Papers on Economic Activity* 1 (1974), 219–32.

"There are Three Types of Inflation: We Have Two." *New York Times*, September 6, 1974, 33.

Triffin, Robert. *Gold and the Dollar Crisis.* New Haven, CT: Yale University Press, 1960.
Ueda, Kazuo. "Japanese Monetary Policy from 1970 to 1990: Rules or Discretion?" In Kumiharu Shigehara, ed., *Price Stabilization in the 1990s.* Tokyo: Bank of Japan, 1993.
U.S. Congress. Testimony of Benjamin Strong on April 8, 1926, in *Stabilization.* Hearings before the Committee on Banking and Currency, House Committee on Banking and Currency. 69th Cong. 1st sess., Part 1, 1927.
Stabilization of Commodity Prices. Hearings before the Subcommittee of the House Committee on Banking and Currency (Goldsborough Committee) on H.R. 10517. *For Increasing and Stabilizing the Price Level and for Other Purposes.* 72nd Cong. 1st sess., Part 2, April 14, 1932.
Testimony in *Anti-Inflation Program as Recommended in the President's Message of November 17, 1947.* Hearings of the Joint Committee on the Economic Report. 80th Cong. 1st sess., November 25, 1947, 133–69.
Economic Report of the President, January 1951. Hearings. 82nd Cong. 1st sess., January 22, 24, 25, 29, 31, and February 2, 1951.
Statement. *January 1958 Economic Report of the President*. Hearings before the Joint Economic Committee. 85th Cong. 2nd sess., February 6, 1958, 383–411.
Statement of Seymour E. Harris. *January 1959 Economic Report of the President*. Hearings before the Joint Economic Committee. 86th Cong. 1st sess., February 6, 1959, 495–535.
Statement of William McChesney Martin. *January 1959 Economic Report of the President*. Hearings before the Joint Economic Committee. 86th Cong. 1st sess., February 6, 1959, 495–535.
The Federal Reserve System after 50 Years. vol. 1. Hearings before the House Subcommittee on Domestic Finance of the Committee on Banking and Currency. 88th Cong., 2nd sess., February 28, 1964.
Statement of Sherman J. Maisel. *Recent Federal Reserve Action and Economic Policy Coordination.* Hearings before the Joint Economic Committee. 89th Cong. 1st sess., December 13, 1965, 25–34.
The 1968 Economic Report of the President. Hearings before the Joint Economic Committee. 90th Cong. 2nd sess., February 5, 6, 7, 14, and 15, 1968.
The 1969 Economic Report of the President. Hearing before the Joint Economic Committee. 91st Cong. 1st sess., February 25, 26, 27, and March 5 and 6, 1969.
The 1971 Midyear Review of the Economy. Hearings before the Joint Economic Committee. 92nd Cong. 1st. sess., July 7, 8, 20, 21, 22, and 23, 1971.
Economic Stabilization Legislation. Hearings before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs. 92nd Cong. 1st sess., November 1, 2, 3, 4, and 5, 1971.
The 1972 Economic Report of the President. Hearings before the Joint Economic Committee. 92nd Cong. 2nd sess., Part 1, February 7, 8, and 9, 1972.
Economic Stabilization Legislation – 1973. Hearings before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate. 93rd Cong. 1st sess., February 7, 1973, 485–507.
The 1973 Economic Report of the President. Hearings before the Joint Economic Committee. 93rd Cong. 1st sess., Part 1, February 6, 7, 8, and 12; Part 2, February 13, 14, 20, 22, and 23, 1973.
Federal Reserve Policy and Inflation and High Interest Rates. Hearings before the House Committee on Banking and Currency. 93rd Cong. 2nd sess., July 16, 17, 18, 30, and August 7 and 8, 1974.
Review of the Economy and the 1975 Budget. Hearings before the House Committee on the Budget. 93rd Cong. 2nd sess., September 17, 19, and 25, 1974.

Inflation Outlook. Hearing before the Joint Economic Committee. 93rd Cong. 2nd sess., September 26, 1974.

Statement in *Financial and Capacity Needs*. Hearings before the Joint Economic Committee. 93rd Cong. 2nd sess., October 1, 2, 3, and 10, 1974.

Hearing before the Joint Economic Committee. 93rd Cong. 2nd sess., January 6, 1975.

The Economic Situation. Hearing before the Joint Economic Committee. 94th Cong. 1st sess., May 2, 1975.

Statement in *Conduct of Monetary Policy*. Hearings before the House Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs. 95th Cong. 1st sess., February 3, 1977, 81–134.

Indexation of Certain Provisions of the Tax Laws. Hearing before the Subcommittee on Taxation and Debt Management Generally of the Committee on Finance. 95th Cong. 2nd sess., April 24, 1978.

The 1979 Joint Economic Report. Report of the Joint Economic Committee on the 1979 Economic Report of the President. 96th Cong. 1st sess., March 22, 1979.

Depository Institutions Deregulation Act of 1979. U.S. Senate, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, Subcommittee on Financial Institutions, Hearings. 96th Cong. 1st sess., Part II, June 27, 1979.

The Dollar, Inflation and U.S. Monetary Policy. Hearing before the Joint Economic Committee. 96th Cong. 1st sess., October 17, 1979.

1980 Economic Report of the President. Hearings before the Joint Economic Committee. 96th Cong. 2nd sess., February 1, 1980.

The Conduct of Monetary Policy. Hearings before the House Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs. 96th Cong. 2nd sess., February 19, 1980.

Federal Reserve's First Monetary Policy Report for 1980. Hearings before the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. 96th Cong. 2nd sess., February 25 and 26, 1980, 7–17.

Testimony. In *Renomination of Paul A. Volcker*. U.S. Senate, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. 98th Cong. 1st sess., July 14, 1983.

Federal Reserve's Second Monetary Policy Report for 1983. Hearings before the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs and the Subcommittee on Economic Policy. 98th Cong. 1st sess., July 21 and 28, 1983.

Conduct of Monetary Policy. Hearings before the Subcommittee on Domestic Monetary Policy of the Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs. 99th Cong. 1st sess., February 26 and March 5, 1985.

Conduct of Monetary Policy. Hearings before the Subcommittee on Domestic Monetary Policy of the House Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs. 99th Cong. 1st sess., July 17, 1985.

Conduct of Monetary Policy. Hearings before the House Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs. 99th Cong. 2nd sess., July 29, 1986.

Conduct of Monetary Policy. Hearings before the Subcommittee on Domestic Monetary Policy of the House Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs. 100th Cong. 1st sess., February 25 and 26, 1987.

Conduct of Monetary Policy. Hearings before the Subcommittee on Domestic Monetary Policy of the House Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs. 100th Cong. 1st sess., July 21, 1987.

Conduct of Monetary Policy. Hearings before the Subcommittee on Domestic Monetary Policy of the House Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs. 101th Cong. 1st sess., February 21, 22, and March 1, 1989.

Federal Reserve's First Monetary Policy Report for 1992. Hearing before the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. 102nd Cong. 2nd sess., February 25, 1992.
Inflation-Indexed Treasury Debt as an Aid to Monetary Policy. Hearings before the House Commerce, Consumer, and Monetary Affairs Subcommittee of the Committee on Government Operations. 102nd Cong. 2nd sess., June 16 and 25, 1992.
Fighting Inflation and Reducing the Deficit: The Role of Inflation-Indexed Treasury Bonds. Thirty-Third Report by the Committee on Government Operations. 102nd Cong. 2nd sess., October 29, 1992.
Federal Reserve's First Monetary Policy Report for 1993. Hearing before the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. 103rd Cong. 1st sess., February 19, 1993.
Conduct of Monetary Policy. Hearing before the House Subcommittee on Economic Growth and Credit Formation of the Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs. 103rd Cong. 1st sess., July 20, 1993.
H.R. 28: The Federal Reserve Accountability Act of 1993. Hearing before the House Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs. 103rd Cong. 1st sess., October 19 and 27, 1993.
The 1994 Economic Report of the President: The Economic Outlook. Hearing before the Joint Economic Committee. 103rd Cong. 2nd sess., January 31, 1994.
Conduct of Monetary Policy. Hearing before the Subcommittee on Economic Growth and Credit Formation of the House Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs. 103rd Cong. 2nd sess., February 22, 1994.
Interest Rates, Wages, Employment, and Inflation. Hearing before the House Committee on the Budget. 103rd Cong. 2nd sess., June 22, 1994.
Federal Reserve's Semiannual Report on Monetary Policy – 1994. Hearing before the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. 103rd Cong. 2nd sess., July 20, 1994.
The Economic Outlook for the Nation. Hearing before the Senate Committee on Finance. 104th Cong. 1st sess., January 25, 1995.
Conduct of Monetary Policy. Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy, House Committee on Banking and Financial Services. 104th Cong. 2nd sess., February 20, 1995.
Federal Reserve's First Monetary Policy Report for 1995. Hearing before the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. 104th Cong. 1st sess., February 22, 1995.
Conduct of Monetary Policy. Hearing before the House Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy of the Committee on Banking and Financial Services. 104th Cong. 2nd sess., February 20, 1996.
Federal Reserve's Second Monetary Policy Report for 1996. Hearing before the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. 104th Cong. 2nd sess., July 18, 1996.
Federal Reserve's First Monetary Policy Report for 1997. Hearing before the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs." 105th Cong. 1st sess., February 26, 1997.
Conduct of Monetary Policy, Statement before the House Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy, Committee on Banking and Financial Services. July 22, 1997, 131–9.
Federal Reserve's First Monetary Policy Report for 1998. Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy, House Committee on Banking and Financial Services. 105th Cong. 2nd sess., February 24, 1998.

Federal Reserve's Second Monetary Policy Report for 1998. Hearing before the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. 105th Cong. 2nd sess., July 21, 1998.
Conduct of Monetary Policy. Hearing before the House Committee on Banking and Financial Services. 106th Cong. 1st sess., February 24, 1999.
National Summit on High Technology. Hearing before the Joint Economic Committee. 106th Cong. 1st sess., Part 1, June 14, 1999.
The Economic Outlook and Monetary Policy. Hearing before the Joint Economic Committee. 106th Cong. 1st sess., June 17, 1999.
Conduct of Monetary Policy. Hearing before the House Committee on Banking and Financial Services. 106th Cong. 1st sess., July 22, 1999.
Federal Reserve's Second Monetary Policy Report for 1999. Hearing before the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. 106th Cong. 1st sess., July 28, 1999.
Federal Reserve's First Monetary Policy Report for 2000. Hearing before the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. 106th Cong. 2nd sess., February 23, 2000.
Federal Reserve's First Monetary Policy Report for 2001. Hearing before the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. 107th Cong. 1st sess., February 13, 2001.
Conduct of Monetary Policy. Hearing before the House Committee on Financial Services. 107th Cong. 1st sess., February 28, 2001.
Conduct of Monetary Policy. Hearing before the House Committee on Financial Services. 107th Cong. 1st sess., July 18, 2001.
The Economic Outlook: May 2003. Hearing before the Joint Economic Committee. 108th Cong. 2nd sess., May 21, 2003.
Federal Reserve's Second Monetary Policy Report for 2003. Hearing before the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. 108th Cong. 1st sess., July 16, 2003.
Economic Outlook and Current Fiscal Issues. Hearing before the House Committee on the Budget. 108th Cong. 2nd sess., February 25, 2004.
Monetary Policy and the State of the Economy. Hearing before the House Committee on Financial Services. 109th Cong. 1st sess., July 20, 2005.
U.S. Congress, Congressional Budget Office. *Five-Year Budget Projections: Fiscal Years 1981–1985.* A Report to the Senate and House Committees on the Budget – Part II. Washington, DC: GPO, February 1980.
U.S. Department of Commerce. *Historical Statistics of the United States,* Part 2, "Government Employment and Finance," 1975.
Statistical Abstract of the United States. "National Security and Veterans Affairs," various issues.
U.S. *Economic Report of the President* transmitted to the Congress annually together with the *Annual Report of the Council of Economic Advisers.* Washington, DC: GPO, various issues.
U.S. Social Security Board. *Social Security Bulletin: Annual Statistical Supplement, 1977–9.* Social Security Administration, U.S. Department of Health and Human Services. Washington, DC: GPO, 1979.
U.S. Treasury Department. *Annual Report of the Secretary of the Treasury,* various issues.
Velde, François. "Poor Hand or Poor Play? The Rise and Fall of Inflation in the U.S." Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspectives* 28 (1st quarter 2004), 34–51.
Volcker, Paul A. *The Rediscovery of the Business Cycle.* New York: Free Press, 1978.
"Statement" before the Subcommittee on Domestic Monetary Policy of the House Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs, November 13, 1979. *Federal Reserve Bulletin* 65 (December 1979), 958–65.

Remarks before the National Press Club, Washington, DC, January 2, 1980. Board of Governors Library.
"Statement." In *Recent Monetary Policy Developments*. House Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs. Subcommittee on Domestic Monetary Policy. 96th Cong. 2nd sess., November 19, 1980.
"A Rare Opportunity." Remarks before the 43rd Annual Dinner of the Tax Foundation, New York, December 3, 1980. Board of Governors Library.
"Statement" before the House Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs, July 21, 1981. *Federal Reserve Bulletin* 67 (August 1981), 613–18.
"Statement" before the House Committee on Ways and Means, February 23, 1982. *Federal Reserve Bulletin* 68 (March 1982), 167–70.
"Statement" before the Joint Economic Committee, June 15, 1982. *Federal Reserve Bulletin* 68 (July 1982), 405–9.
"Statement" before the Joint Economic Committee, November 24, 1982. *Federal Reserve Bulletin* 68 (December 1982), 747–53.
"Statement" before the House Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, Febuary 2, 1983. *Federal Reserve Bulletin* 69 (February 1983), 80–9.
"Statement" before the House Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, February 2, 1983. *Federal Reserve Bulletin* 69 (February 1983), 80–9.
"Statement" before the Senate Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs, February 16, 1983. *Federal Reserve Bulletin* 69 (March 1983), 167–74.
"We Can Survive Prosperity." Remarks at the Joint Meeting of the American Economic Association–American Finance Association, San Francisco, December 28, 1983. Board of Governors Library.
Statement before the House Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs, February 7, 1984. *Federal Reserve Bulletin* 70 (February 1984), 96–102.
"Coming Out of the Recession: The American Economy in 1984." Remarks at the Executive Dinner Forum Wharton Entrepreneurial Center, Philadelphia, April 30, 1984. Board of Governors Library.
"Monetary Policy" and "Summary of Discussion." In Martin Feldstein, ed., *American Economic Policy in the 1980s*. Chicago: University of Chicago Press, 1994, 145–51, 157–64.
"An Interview with Paul A. Volcker." Interviewed by Perry Mehrling. *Macroeconomic Dynamics* 5 (June 2001), 434–60.
Testimony in House of Lords. Session 2002–3, 42nd Report. Select Committee on the European Union. "Is the European Central Bank Working?" October 30, 2003.
Interview conducted by PBS for *Commanding Heights*, September 20, 2006. Available at: http://www.pbs.org/wgbh/commandingheights/shared/minitextlo/int_paulvolcker.html.
Volcker, Paul A., and Toyoo Gyohten. *Changing Fortunes: The World's Money and the Threat to American Leadership*. New York: Random House, 1992.
Wall Street Journal. "Treasury Bond Prices Take Biggest Fall in Six Months as Worry about Dollar Grows." March 31, 1987, 55.
"Bond Prices Jump the Tracks of Stability.," April 6, 1987, 40.
"Some Reagan Officials Fear Fed Steps to Support Dollar Could Fuel Recession." April 17, 1987, 3.
"Fed Keeps Rates Stable to Pressure Tokyo, Aide Says." April 22, 1987, 2.
"A Tougher Trade Law Seems Likely as Anger Rises in Much of U.S." April 27, 1987, 1.

"Dollar Looms Bigger in the Fed's Decisions, at Risk of a Recession." May 19, 1987, 1.
"Nominee Greenspan Shares Volcker's Goals But Not Yet His Clout." June 3, 1987, 1.
"Congress's Failure to Fix Budget Law Makes Major Cuts Unlikely This Year." August 10, 1987, 3.
"Bond Prices Jumble as Dollar's Plunge Prompts Additional Fears on Inflation." August 19, 1987, 27.
"Fed Chief Warns of Higher Rates Caused by Fears." October 5, 1987, 2.
"Baker Denies U.S. Changed Currency Rate." October 19, 1987, 3.
"The Plunge in Stocks Has Experts Guessing about Market's Course." October 19, 1987, 1.
"Foreign Ardor Cools Toward US Stocks After Market's Dive." October 26, 1987, 1.
"Long-Term Rates Fall at Last as Worries of Inflation Abate." July 31, 1992, A1.
"Dollar Intervention Signals Concerns about Rising Rates, Falling Currency." May 2, 1994, A2.
"Rubin Says Global Investors Don't Suffer Enough." September 19, 1997, A2.
"French and Swiss Join Effort to Aid Korean Banks." December 31, 1997, A6.
"Growth Estimates Trimmed for Latin American." September 8, 1998, A20.
"How the Salesmanship and Brainpower Failed at Long-Term Capital." November 16, 1998, A19.
"So Long Supply and Demand: There's a New Economy out There – and It Looks Nothing Like the Old One." January 1, 2000, R31.
"Latest Fed Rate Cut Takes on a Contagion of Low Confidence." February 1, 2001, 1.
"How Nasdaq's Mighty Have Fallen." March 5, 2001, C1.
"Bond-Market Rout Could Pose a Hurdle to Economic Recovery." July 24, 2003, A4.
Warburton, Clark. *Depression, Inflation, and Monetary Policy: Selected Papers, 1945–1953.* Baltimore: Johns Hopkins University Press, 1966.
Washington Bond and Money Market Report, various issues.
Washington Post. "Despite Reform Plan, Indonesian Currency Still Falling." January 17, 1998, 1.
Wells, Wyatt C. *Economist in an Uncertain World, Arthur F. Burns and the Federal Reserve, 1970–78.* New York: Columbia University Press, 1994.
Wheelock, David C. *The Strategy and Consistency of Federal Reserve Monetary Policy, 1924–1933.* Cambridge: Cambridge University Press, 1991.
Wolman, Alexander L. "Staggered Price Setting and the Zero Bound on Nominal Interest Rates." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 84 (Fall 1998), 1–24.
Wood, John H. *A History of Central Banking in Great Britain and the United States.* New York: Cambridge University Press, 2005.
"William McChesney Martin, Jr. A Reevaluation." Federal Reserve Bank of Richmond *Region Focus* 10 (Winter 2006), 2–7.
Woodford, Michael. *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2003.
Woolley, John T. *Monetary Politics: The Federal Reserve and the Politics of Monetary Policy.* New York: Cambridge University Press, 1984.
World Bank. Global Economic Prospects 1998/99, Beyond Financial Crisis. December 1998.
Yeager, Leland B. *International Monetary Relations: Theory, History and Policy.* New York: Harper & Row, 1976.

"From Gold to the ECU: The International Monetary System in Retrospect." In Kevin Dowd and Richard H. Timberlake, eds., *Money and the Nation State.* New Brunswick, NJ: Transaction Publishers, 1998, 77–104.

Yellen, Janet L. "Policymaking and the FOMC: Transparency and Continuity." *FRBSF Economic Letter*, September 2, 2005.

"Enhancing Fed Credibility" Luncheon Keynote Speech to the Annual Washington Policy Conference, March 13, 2006. Available at: www.frbsf.org/news/speeches.